

Centralizzazione nell'intermediazione finanziaria internazionale: teoria, pratica ed evidenza empirica per la Comunità europea

Introduzione

Questo articolo analizza la localizzazione dei centri finanziari internazionali. L'intermediazione finanziaria internazionale è caratterizzata dalla sua dimensione geografica: Pringle (1974) la considera un'imperfezione del mercato; qui ci proponiamo di analizzarne uno dei modi in cui gli intermediari finanziari tentano di aggirarla, discutendo i fattori più importanti nella costituzione di un centro finanziario internazionale e nella sua localizzazione.

La posizione geografica dei principali centri finanziari internazionali è cambiata considerevolmente nel tempo. Dal XIII al XV secolo, essi erano localizzati nel Nord Italia. In seguito il centro della finanza si è spostato verso Nord: dapprima nella Germania meridionale e nelle Fiandre, più tardi, nel corso del XVII secolo, ad Amsterdam. Nel XVIII secolo Londra superò Amsterdam e divenne il centro finanziario più importante, mantenendo questa posizione per tutto il XIX secolo. Alla fine di quest'ultimo, anche Parigi e Berlino divennero centri finanziari internazionali, benché non importanti come Londra. Dopo la prima guerra mondiale, la posizione di Londra si indebolì gradualmente, mentre cresceva il ruolo di New York. Gli anni fra le due guerre hanno fatto registrare una notevole riduzione dell'attività finanziaria. Dopo la seconda guerra mondiale New York rafforzò la sua posizione, mentre Londra sembrò divenire soltanto un centro di secondaria importanza. Negli anni '60, con la nascita dell'Euromercato ancora una volta Londra riemerse come centro finanziario, e nel corso degli anni '60 e '70 raggiunse per molti versi

l'importanza di New York. Negli anni '80 anche Tokyo si è inserita fra i centri finanziari internazionali più importanti, tanto che oggi la geografia del sistema finanziario internazionale viene definita «tripolare» (cfr. Kindleberger, 1983 e 1984).

Quando si cerca di spiegare la localizzazione geografica dei centri finanziari internazionali, generalmente si attribuisce un ruolo determinante ai fattori naturali. Molte grandi città sono situate sui guadi dei maggiori fiumi o sui crocevia più importanti delle vie commerciali. Tuttavia, si ritiene che anche altri fattori possano spiegare efficacemente gli spostamenti dei mercati finanziari nel tempo (cfr. Lorsch, 1944 e Heinritz, 1979). Al fine di analizzare il processo di centralizzazione dell'intermediazione finanziaria internazionale, in quest'articolo verranno considerati in particolare i fattori economici collegati proprio all'attività di intermediazione finanziaria.

2. Definizione di centro finanziario internazionale

Nella versione iniziale del suo articolo sulle caratteristiche geografiche e sulle variabili che determinano i centri finanziari, Kindleberger (1974: 8) descrive così la funzione dei centri finanziari:

«I centri finanziari non servono soltanto per determinare l'equilibrio del risparmio e dell'investimento delle imprese individuali e per trasferire capitale finanziario dai risparmiatori agli investitori, ma anche per effettuare pagamenti e per trasferire risparmio da un luogo all'altro. I centri bancari e finanziari svolgono sia la funzione di "mezzo di scambio" sia quella di "riserva interspaziale di valore". [...] generalmente le funzioni specifiche dei pagamenti internazionali e delle attività creditizie con l'estero vengono svolte con più efficienza in un punto centrale di un certo paese, che sia anche il centro specializzato nei pagamenti interregionali».

Dunque, un centro finanziario è caratterizzato dal fatto che vi si determini l'equilibrio fra domanda e offerta di liquidità, vi abbiano luogo i pagamenti, vi si svolga una funzione di intermediazione. In questi termini, si può affermare che un centro finanziario sia un riflesso geografico dell'attività d'intermediazione finanziaria. Tuttavia non esiste una definizione unica di centro finanziario internazionale. In questa sezione, in primo luogo passeremo in rassegna alcune

tipologie di centro finanziario. In secondo luogo esamineremo le caratteristiche generali di tali centri. Poi, tenteremo di giungere a una nostra definizione di centro finanziario internazionale.

Bisogna distinguere fra centri finanziari interni o regionali e centri finanziari internazionali. Secondo Johnson (1976), un centro finanziario è regionale se deve il suo ruolo semplicemente alla sua prossimità alla clientela e al fatto che facilita e rende più sicure le operazioni delle filiali delle banche estere. Dall'altro lato, il centro finanziario internazionale fa da polo d'attrazione per quei centri finanziari le cui attività finanziarie, bancarie e assicurative hanno portata mondiale (Johnson, 1976).

I centri finanziari internazionali possono essere classificati in diversi modi. In Essayad (1989) troviamo una rassegna della letteratura in materia. Reed (1981) classifica i centri finanziari internazionali in tre gruppi distinti: i centri "ospiti", quelli internazionali e quelli sopranazionali. I centri ospiti incrementano le proprie infrastrutture e le proprie capacità finanziarie attraendo un numero relativamente grande di istituzioni finanziarie provenienti da molti paesi esteri. I centri internazionali sono il luogo di raccolta di grandi banche internazionali la cui attività influenza la gestione globale del portafoglio. I centri sopranazionali, secondo Reed (1981), gestiscono un ingente ammontare di attività e passività in valuta estera, sono fornitori netti di capitale per investimenti esteri, sono collocati nei pressi di molte grandi imprese industriali, utilizzano attivamente le nuove tecnologie informative e, infine, sono centri gestionali.

Park (1982) descrive quattro tipologie di centri finanziari: centri primari, centri di prenotazione, centri di finanziamento e centri di raccolta. I centri primari servono clienti internazionali e raccolgono nella loro area sia le maggiori fonti sia i maggiori utilizzatori di fondi. I centri di prenotazione sono il luogo in cui le filiali estere delle banche possono sia procurarsi finanziamenti esteri, sia prenotare investimenti all'estero. I centri di finanziamento fanno sì che i fondi esteri vengano canalizzati verso la loro area di mercato attraverso un'intermediazione mirata. I centri di raccolta agiscono da intermediari per la canalizzazione dell'eccedenza di fondi raccolti all'interno delle loro regioni verso utilizzatori esteri.

Una classificazione frequentemente adottata è quella che distingue fra centri finanziari di prenotazione e centri finanziari funzionali (cfr. Johnson, 1976; McCarthy, 1979; Reed, 1980, 1981, 1983 e 1989; Park, 1982; Lewis e Davis, 1987; Essayad, 1989; Khoury,

1989; Park, 1989b; Tschoegl, 1989; Campayne, 1990). Il centro di prenotazione è la sede legale della registrazione delle transazioni effettuate altrove (Tschoegl, 1989). Le Bahamas, le isole Cayman e le Vergini, le Antille Olandesi, Guernsey e Jersey, sono esempi di questa tipologia. Lewis e Davis (1987) sottolineano che nell'ambito dei centri di prenotazione vanno distinti i centri bancari *onshore-offshore*. Tali centri consistono semplicemente in una serie particolare di registri tenuti da alcune istituzioni bancarie che già operano nel sistema domestico (Lewis e Davis, 1987). Le International Banking Facilities negli Stati Uniti, il Japanese Offshore Market a Tokyo e gli International Banking Centers a Montreal e a Vancouver sono esempi di questo tipo di centro. Il centro funzionale è un luogo centrale di scambio per servizi finanziari (Tschoegl, 1989). Vi si trovano sedi centrali delle grandi istituzioni finanziarie internazionali e vi si svolgono la gestione globale di attività e passività, l'offerta di capitale per investimenti esteri diretti al resto del mondo, e la funzione d'informazione per imprese e investitori individuali di tutto il mondo. Dunque, le istituzioni finanziarie collocate in un centro funzionale svolgono sia operazioni finanziarie internazionali e in valuta estera, sia transazioni con clienti esteri, ma concentrate in un unico luogo. Il volume di attività svolto all'interno del centro è molto superiore a quello svolto al di fuori. La maggior parte dei paesi posseggono un solo centro finanziario, con la rilevante eccezione della Svizzera. Esempi di centro funzionale frequentemente citati sono Londra, New York, Tokyo, Francoforte, Amsterdam, Parigi, Zurigo e Lussemburgo.

Sono state proposte varie definizioni di centro finanziario. Nadler *et al.* (1955) danno importanza a caratteristiche quali la stabilità e la convertibilità della valuta interna del centro, la facilità dell'aggiustamento di squilibri della bilancia dei pagamenti, l'esperienza nelle attività finanziarie e la presenza di banche multinazionali. McRae e Cairncross (1973) sottolineano l'importanza del sistema regolativo, specialmente dal punto di vista tributario, e delle capacità peculiari del settore finanziario locale. Kindleberger (1974) afferma che nel costruire la reputazione di un centro finanziario internazionale giocano un ruolo importante il numero, la dimensione e l'esperienza delle banche locali. Johnson (1976) e Dufey e Giddy (1978) danno importanza soprattutto alla presenza e all'attività dei non residenti nel centro considerato. Dufey e Giddy inoltre affermano che i centri finanziari internazionali si sviluppano come

estensione dei centri finanziari domestici. McCarthy (1979), Dufey (1983) e Johns (1983) ritengono che siano importanti i tentativi deliberati di attrarre istituzioni finanziarie e attività imprenditoriali estere. Reed (1980, 1981, 1983 e 1989) sottolinea le attività di compensazione, di gestione di portafoglio e di comunicazione. Giddy (1983) focalizza l'attenzione sulla trasferibilità dei fondi. Choi *et al.* (1986) richiamano il ruolo svolto dagli incentivi fiscali e normativi forniti dalle autorità, dalla presenza di non residenti e dalla dimensione delle istituzioni e dei mercati finanziari. Pagano e Roell (1990) sottolineano il ruolo cruciale della dimensione nonché quello della liquidità e della sofisticatezza del mercato finanziario, come determinanti dell'importanza relativa dei centri finanziari. Gli stessi autori ritengono rilevanti i costi di transazione, la liquidità del mercato e anche, semplicemente, l'esperienza dovuta alla tradizione che permea il comportamento degli investitori internazionali. Swoboda (1990) afferma che se un paese deve diventare sede di un centro finanziario internazionale, il suo sistema finanziario dev'essere collocato in un sistema nazionale che offra garanzie di stabilità, libertà di transazione e che posseda il capitale fisico e umano necessario per sostenere un'industria finanziaria competitiva. O'Brien (1992) sottolinea l'importanza della quotazione in borsa delle imprese estere.

Reed (1980) discute le oltre 40 caratteristiche che la letteratura individua come rilevanti nell'ambito della definizione, della determinazione dell'importanza e della comparsa dei centri finanziari internazionali. Chang (1989) e Park (1989a) forniscono una rassegna aggiornata della letteratura. Tutto sommato, emerge la mancanza di consenso sull'esatta definizione di centro finanziario internazionale. Le varie definizioni fanno riferimento a una serie di caratteristiche che possono essere racchiuse in quattro gruppi distinti: fattori economici, fattori politici, fattori specifici del settore finanziario e altri fattori. Per quel che riguarda i fattori economici, rivestono maggiore importanza le attività economiche di tipo internazionale o che implicano l'uso di valute estere, come la bilancia dei pagamenti, le importazioni, le esportazioni, gli investimenti diretti all'estero, ecc. Tra i fattori politici sono importanti soprattutto quelli collegati alle politiche tributarie e alla vigilanza. Gli elementi importanti nell'ambito delle caratteristiche specifiche del settore finanziario sono la dimensione e la qualità delle imprese finanziarie estere presenti nel centro. Fra gli altri fattori considerati, il più importante sembra essere la presenza di imprese multinazionali e la disponibilità di imprese che

possano fornire servizi alle imprese finanziarie, cioè, ad esempio, uffici legali, aeroporti, strutture di istruzione, ecc. In un certo senso, tutte le caratteristiche considerate sono interrelate e possono rafforzarsi a vicenda.

Viste le diverse classificazioni dei centri finanziari e le caratteristiche generali sulle quali esse si basano, definiamo centro finanziario un luogo in cui si svolgono attività finanziarie che coinvolgono in larga misura relazioni internazionali e operazioni in valuta estera. Un centro finanziario effettua pagamenti internazionali e fa da tramite per la determinazione dell'equilibrio fra domanda e offerta internazionali di liquidità. È completamente dotato delle più moderne tecnologie informative. Le imprese finanziarie estere occupano una posizione rilevante sia nel centro stesso che nei mercati finanziari che vi hanno luogo. Il centro finanziario controlla la maggior parte delle fonti di finanziamento e degli utilizzatori di fondi all'interno della sua area domestica di mercato.

3. Internazionalizzazione e centralizzazione del sistema finanziario

Il sistema finanziario appare più concentrato dell'industria, del commercio e della popolazione (cfr. Kindleberger, 1983). Questa considerazione contrasta con il concetto di "barriere all'entrata" che si ritiene influenzi il processo di decisione della localizzazione delle imprese non finanziarie (Bonanno, 1987). Generalmente gli intermediari finanziari cercano di trovare la collocazione più conveniente per raggiungere la clientela (Towey, 1974). I clienti, infatti, non sono situati soltanto nell'ambito del paese in cui si trova l'intermediario, ma sono distribuiti in tutto il mondo. Questa sezione analizza le ragioni della concentrazione degli intermediari finanziari in un luogo specifico.

3.1 *Internazionalizzazione*

Due sono le motivazioni generalmente addotte per giustificare l'internazionalizzazione degli intermediari finanziari (cfr. Bryant, 1987 e Casson, 1990). La prima è la necessità di continuare a

mantenere relazioni già in atto con clienti che decidono di iniziare a operare all'estero. Sia l'attività finanziaria sia quella commerciale implicano il superamento delle distanze. A causa delle caratteristiche di molti prodotti finanziari, e specialmente della lunga durata e della confidenzialità di molte relazioni, è probabile che il sentiero geografico percorso dall'attività finanziaria sia legato a quello del commercio. La seconda motivazione è legata esclusivamente all'opportunità di trarre profitti dall'operare sui mercati esteri. In questo caso, il collegamento con la dislocazione geografica delle attività commerciali è meno diretto. Diviene molto più importante l'aspetto regolativo, poiché esso determina le opportunità di profitto di un'impresa finanziaria. Dunque, il settore finanziario è più indipendente dal secondo fattore d'internazionalizzazione che dal primo. Da un'analisi empirica dell'internazionalizzazione dei mercati finanziari emerge chiaramente che il commercio con l'estero e gli investimenti esteri diretti (caratteristiche sia del singolo intermediario che del settore finanziario) e la regolazione sono le determinanti più importanti dell'internazionalizzazione dell'intermediazione finanziaria, specialmente per quel che riguarda le banche (cfr. ad es. Goldberg *et al.*, 1989; Terrel *et al.*, 1989; Goldberg e Johnson, 1990; Dohner e Terrel, 1991; Grosse e Goldberg, 1991).

Il settore finanziario è caratterizzato dalla differenziazione del prodotto e dalle imprese multiprodotto. L'approccio più utilizzato per l'analisi dell'internazionalizzazione delle istituzioni finanziarie è la teoria eclettica di Dunning. Tale teoria si basa, in particolare, sui vantaggi di proprietà, di internazionalizzazione e di localizzazione geografica. Un produttore può ottenere economie di scala e di scopo nei consumi e nella produzione, sia attraverso l'integrazione verticale, sia attraverso quella orizzontale. Si ritiene che gli investimenti esteri diretti siano uno strumento adeguato per ottenere tali economie (cfr. Dunning, 1989; Casson, 1990; Neave, 1991). L'integrazione verticale viene determinata in special modo dai vantaggi di proprietà e d'internazionalizzazione. I vantaggi comparati di localizzazione geografica di paesi e città restano esterni all'impresa. Allora, anche la concentrazione d'impresе finanziarie individuali in centri esteri specifici può essere considerata uno strumento per raccogliere i benefici dei vantaggi dovuti alla localizzazione geografica. Tuttavia, la teoria eclettica è difficilmente verificabile, principalmente a causa del fatto che i vantaggi considerati non sono facilmente quantificabili. Inoltre, raramente sono disponibili i dati necessari per effettuare analisi stati-

stiche. Dunque, analizzeremo l'internazionalizzazione e la centralizzazione a un livello più astratto, basandoci sullo studio delle funzioni di trasformazione degli intermediari finanziari.

3.2 *Centralizzazione*

L'efficienza della centralizzazione dell'industria finanziaria va considerata in modo analogo al contributo fornito al benessere collettivo da un singolo numerario (Kindleberger, 1974). Ciascun punto nello spazio quando effettua o riceve pagamenti (o prestiti, o depositi, ecc.) non ha a che fare con tutti gli altri punti, ma con un unico centro. Se esiste un'unica localizzazione per tale centro, sono necessari $n - 1$ collegamenti per effettuare tutti i pagamenti. Senza centralizzazione ne sarebbero necessari $[n(n - 1)]/2$.

Il raggruppamento, o centralizzazione, si sviluppa quando l'alta rischiosità di una certa attività può essere ridotta attraverso il continuo scambio d'informazioni (Robbins e Terlecky, 1960). La vicinanza, allora, è un modo di ridurre i rischi. Dunque, la centralizzazione dell'industria finanziaria sembra giustificabile razionalmente per il fatto che la raccolta e la continua verifica delle informazioni sono elementi cruciali per la maggior parte delle attività di un intermediario finanziario. Tuttavia, quest'affermazione sembra non tenere conto del fatto che nel sistema finanziario è molto diffusa l'utilizzazione di nuove tecnologie informative. Tali tecnologie, specialmente quelle di trasferimento dei dati, hanno l'effetto di ridurre il costo unitario delle informazioni e di aumentare il volume e la qualità delle informazioni disponibili. Così, le nuove tecnologie di diffusione dei dati rappresentano uno stimolo alla decentralizzazione. Il costo decrescente della comunicazione dei dati consente agli esperti di localizzarsi in posti diversi (O'Brien, 1992). In ogni caso, le nuove tecnologie informative possono far sì che il problema della localizzazione e quello della comunicazione non vengano confusi. Perciò, quando si tratta di decidere la localizzazione di un'impresa finanziaria, cresce l'importanza relativa di altre determinanti, e per spiegare la comparsa dei centri finanziari internazionali sono necessarie ulteriori argomentazioni.

La teoria economica-regionale di Christaller-Lösch afferma che, nella spiegazione del percorso geografico della localizzazione delle attività finanziarie nel tempo, oltre a fattori naturali, giocano un ruolo importante altri fattori. Tra questi, vengono sottolineati specialmente

le economie di concentrazione geografica e i costi di trasporto (cfr. Heinritz, 1979). Krugman ritiene che gli investimenti diretti all'estero rappresentino una risposta al fallimento del mercato, specialmente alla concorrenza imperfetta. La multinazionalizzazione è un modo di internalizzare i costi (Krugman, 1983). Helpman e Krugman (1985) mostrano che il commercio internazionale può condurre alla concentrazione della produzione di tutti i settori a rendimenti di scala crescenti di un certo paese. Gli stessi autori affermano che la concentrazione emerge quando, in economie specifiche di un paese o di un certo settore, i prezzi dei fattori sono uguali o i mercati sono contestabili. Secondo la loro opinione, la concentrazione risulta in un volume di produzione internazionale maggiore di quello che i singoli paesi avrebbero ottenuto in autarchia. Di conseguenza, i prezzi dei prodotti dell'industria possono diminuire.

3.3 Centralizzazione finanziaria internazionale

Com'è possibile applicare queste idee generali all'industria finanziaria? L'intermediazione finanziaria implica la trasformazione di attività e passività finanziarie, attività immateriali e contingenti, relativamente a localizzazione, volume, scadenza e rischiosità (cfr. Gertler, 1988; Hellwig, 1991). Generalmente le attività svolte dagli intermediari finanziari sono la determinazione dell'equilibrio fra domanda e offerta di liquidità, la gestione del portafoglio, la messa in opera di un sistema contabile, la pura intermediazione e l'erogazione di attività "immateriali", come informazioni, collaterali, garanzie, ecc. (cfr. Dermine, 1990; Smith e Walter, 1990). In generale, le imperfezioni del mercato alle quali si attribuisce la comparsa dell'intermediazione finanziaria sono la regolazione, le asimmetrie informative e la struttura dei costi (cfr. Gertler, 1988; Hellwig, 1991). Mankiw (1986) e Stiglitz (1991), ad esempio, mostrano come la regolazione influisca sull'intermediazione finanziaria e come determini la struttura del sistema finanziario. Anche la pratica della delega del controllo può risultare nella comparsa dell'intermediazione finanziaria (Boyd e Prescott, 1986; Williamson, 1987; Hellwig, 1991). Fama (1985), Shaffer (1985) e Hannan (1991) analizzano la relazione fra la struttura dei costi e l'attività di istituzioni finanziarie specializzate.

Per struttura dei costi intendiamo il costo unitario delle attività del settore finanziario. A causa dell'indivisibilità e della non con-

vessità della funzione di produzione dei prodotti finanziari, nell'intermediazione finanziaria sono presenti economie di scala. Sono possibili anche economie di scopo, poiché l'industria finanziaria è essenzialmente un'industria multi-prodotto. La centralizzazione dell'intermediazione finanziaria può essere considerata una reazione specifica al mercato e al sistema di regolazione. Riunendosi in uno stesso luogo, i produttori di servizi finanziari offrono ai loro clienti (potenziali) una vasta gamma di prodotti. La simultanea offerta di prodotti finanziari da parte di un gran numero di istituzioni finanziarie riduce alla clientela i costi di informazione, di ricerca, di controllo e di transazione. La centralizzazione rende possibile la realizzazione di economie di scala relativamente sia al consumo sia alla produzione di prodotti finanziari. Nell'ambito di uno stesso centro gli intermediari finanziari possono beneficiare dell'utilizzazione comune d'infrastrutture di comunicazione, di strumenti d'istruzione e di trasporto, e d'impresе fornitrici di servizi, che altrimenti non sarebbero disponibili perché il costo di fornire servizi a una sola impresa potrebbe risultare troppo alto. Rauch (1991) afferma che il livello medio di capitale umano deve essere considerato un bene pubblico locale. È dunque possibile ottenere capitale umano esterno localizzando l'attività finanziaria in una città con alti livelli medi effettivi o attesi di capitale umano. Così, la centralizzazione dell'industria finanziaria può avere come risultato la riduzione dei costi per l'impresa finanziaria e, allo stesso tempo, una migliore qualità (percepita) del prodotto.

Dopo la struttura dei costi, il secondo fattore è costituito dalle asimmetrie informative. Ci riferiamo in particolare alla qualità e alla quantità delle informazioni disponibili a ciascun intermediario relativamente ai suoi debitori e creditori, agli altri intermediari finanziari e ai rischi d'intermediazione. L'intermediazione finanziaria è vista come un risultato della delega del controllo da parte delle imprese non finanziarie. L'improvvisa ondata di miglioramenti nella tecnologia delle comunicazioni ha ridotto i costi per unità di informazione, sia all'interno dell'impresa finanziaria, sia fra l'intermediario finanziario e il cliente (Revell, 1986; Bourke, 1989). Ciò, insieme alla crescente deregolamentazione dell'industria finanziaria e all'armonizzazione delle procedure di vigilanza, ha avuto come risultato un'accresciuta concorrenza fra gli intermediari finanziari. Di conseguenza, il ruolo dei prezzi come fattore discriminante fra imprese fornitrici di servizi finanziari si è ridotto notevolmente ed è cresciuta l'importanza di altri fattori, specialmente "non tangibili". Nell'era dei computer, la comu-

nicazione personale è diventata un fattore distintivo rilevante in molti prodotti finanziari. Vari servizi finanziari richiedono negoziazioni e comunicazione intensiva, e quindi prossimità fra intermediari e clienti, allo scopo di ridurre i costi di trasporto e di migliorare la "confidenzialità" dei rapporti (Khoury, 1989; Park, 1989b; Tschoegl, 1989). La concentrazione nei centri finanziari internazionali può essere considerata un mezzo per abbassare i costi d'informazione e di controllo, e uno strumento per diffondere le informazioni disponibili e ridurre le asimmetrie informative. Questo punto è rilevante sia nelle relazioni fra intermediari e clienti, sia nell'ambito delle interrelazioni fra gli stessi intermediari finanziari (concorrenti). Inoltre, le relazioni con i clienti possono essere mantenute più convenientemente, migliorando la qualità dei servizi degli intermediari. Attraverso la concentrazione, le istituzioni finanziarie scavalcano, almeno in parte, il problema delle asimmetrie informative, caratteristico dell'intermediazione finanziaria.

Il terzo fattore è la regolazione, cioè l'autorizzazione e il controllo degli intermediari finanziari da parte delle autorità monetarie e finanziarie, che ha un ruolo importante nella determinazione della struttura delle attività degli intermediari finanziari. Da un lato l'impresa finanziaria e l'intero sistema finanziario possono trarre benefici dalla reputazione e dalla credibilità delle autorità di regolazione alle quali sono sottoposti. Una vigilanza accurata e rigida del sistema finanziario all'interno di una specifica giurisdizione può risultare in una riduzione dei costi di finanziamento delle imprese finanziarie che vi operano. Se un'impresa finanziaria dimostra di comportarsi secondo le regole di un'autorità credibile, guadagna in reputazione e credibilità nei confronti di intermediari che operano in un regime meno rigido. Questo effetto sulla reputazione è molto rilevante nelle relazioni con i clienti (anche potenziali). Dall'altro lato, la mancanza di regole o la presenza di regole molto semplici riducono i costi rendendo l'attività delle imprese finanziarie più profittevole rispetto a quella d'impresе che operano in regimi regolativi più rigidi. Un intermediario deve mettere a confronto una situazione in cui la sua reputazione guadagna dallo stabilirsi in un paese con una regolazione più rigida ma deve affrontare costi più alti a causa dei più stringenti requisiti di solvibilità e liquidità richiesti, con una situazione alternativa in cui trae benefici dai bassi costi indotti da una scarsa regolazione ma perde in quanto a reputazione. Dal momento che l'impresa finanziaria è essenzialmente un'impresa multiprodotto, essa

non necessariamente si trova a dover affrontare il problema della localizzazione come una rigida dicotomia; può aprire uffici rappresentativi, agenzie, filiali, ecc., in ambienti diversi a seconda dell'importanza relativa delle dimensioni, della reputazione e del costo nell'ambito delle operazioni che devono essere svolte in un certo ufficio.

3.4 *Conclusioni*

Dunque, le tre principali determinanti dell'intermediazione finanziaria influenzano le decisioni di localizzazione degli intermediari. Tuttavia, malgrado la loro specifica configurazione sia estremamente rilevante, è dubbio che essa sia sufficiente per effettuare la scelta poiché in realtà il mondo finanziario non si confà alla distribuzione geografica ideale proposta dalla teoria di Christaller-Lösch (Howells, 1988). Ad esempio, la centralizzazione all'interno di un certo paese non si verifica sempre, come è evidente dal caso della Svizzera. Kindleberger (1974 e 1983) mostra chiaramente che i fattori economici non sono l'unica determinante della localizzazione geografica dei centri finanziari, ma sono importanti anche le politiche delle autorità monetarie e finanziarie deliberatamente volte a sostenere una certa localizzazione e la stessa storia dell'industria finanziaria.

Naturalmente esistono anche diseconomie di centralizzazione. Sono problemi comuni dei centri finanziari i costi d'informazione nel caso di clienti che non si trovano nel centro, le differenze di fuso orario con gli altri centri e l'affollamento. La prima di queste diseconomie si può in qualche modo scavalcare attraverso la riduzione dei costi unitari dell'informazione determinata dalle migliori tecnologie informative utilizzate, soprattutto nella trasmissione dei dati (ad es., cfr. O'Brien, 1992). Al problema della differenza di fuso orario si può far fronte collocando strategicamente le affiliate delle imprese finanziarie in luoghi in cui il fuso orario è diverso in modo da poter effettuare operazioni 24 ore su 24 (cfr. Thrift e Leyshon, 1988). Al contrario, i problemi dell'affollamento e della congestione del sistema stanno diventando sempre più gravi e allo stato attuale delle cose non è possibile farvi fronte adeguatamente (Newman e Kenworthy, 1989).

4. La struttura della centralizzazione finanziaria internazionale

New York, Londra e Tokyo sono generalmente considerati i maggiori centri finanziari mondiali (cfr. Hamilton, 1986; Shigeara, 1991; O'Brien, 1992). Tuttavia, è molto meno chiaro sino a che punto queste città siano veri centri finanziari e se siano realmente dominanti rispetto a tutti i tipi di attività d'intermediazione finanziaria (internazionale). Ad esempio, New York e Tokyo sono localizzate all'interno di superpotenze economiche, mentre Londra è più simile a un centro di smistamento di flussi finanziari internazionali. In questa sezione considereremo quelle caratteristiche dei centri internazionali che abbiamo individuato come più importanti: la presenza d'impresе finanziarie estere, l'uso di valute diverse, il commercio internazionale, i mercati finanziari, l'attività finanziaria, i pagamenti internazionali e la regolazione. Inoltre, esamineremo quella che può essere considerata la variabile portante: la solvibilità del paese che ospita un centro. Ci concentreremo sugli sviluppi più recenti, soprattutto nell'ambito del Gruppo dei Dieci.

Occorre sottolineare preliminarmente che i dati non sono sempre relativi allo stesso anno di riferimento o agli stessi periodi di riferimento. Secondo, anche le fonti più affidabili in una certa misura differiscono fra loro, e in alcuni casi abbiamo utilizzato fonti secondarie. Terzo, i dati relativi al sistema bancario non includono le posizioni delle banche non statunitensi che operano in centri *off-shore*, e le indagini non sono state sempre svolte sullo stesso gruppo di paesi. Quarto, i fondi fiduciari detenuti dalle banche svizzere non possono essere classificati secondo la nazionalità delle banche che li amministrano. Quinto, i dati non forniscono un quadro completo delle attività finanziarie internazionali delle banche e delle altre istituzioni finanziarie, poiché i dati disponibili non includono le operazioni che le filiali di banche estere svolgono con clienti residenti nel paese ospitante in valuta locale, e poiché non sono disponibili indicatori del comportamento delle istituzioni finanziarie non bancarie. Infine, soprattutto le banche internazionali hanno spostato, in varia misura, le loro attività fuori bilancio. Così, i soli dati relativi alle attività finanziarie iscritte in bilancio non colgono appieno le differenze fra i ruoli d'intermediazione svolti effettivamente dalle istituzioni finanziarie internazionali. Inoltre, l'uso crescente delle operazioni fuori bilancio ostacola la nostra analisi della situazione. In

sostanza, tutte le conclusioni tratte devono essere considerate non definitive.

4.1 *La presenza di imprese finanziarie estere*

La tabella 1 descrive la collocazione delle banche estere nei paesi dell'OCSE. Essa mostra che il Regno Unito, gli Stati Uniti e la Germania si sono rivelati i paesi che ospitavano il maggior numero di banche estere rispettivamente nel 1960, 1970 e 1986. Eccezion fatta per il Lussemburgo, i Paesi Bassi e la Svizzera, l'incremento più rilevante nel numero di banche estere ospitate dai paesi OCSE è stato registrato fra il 1970 e il 1986. La tabella 2 fornisce una descrizione più dettagliata del processo di collocazione delle banche estere nei maggiori centri finanziari nel corso degli anni '80. In quegli anni, il numero di uffici esteri di banche giapponesi è quasi raddoppiato, quello di uffici di banche appartenenti alla CEE è aumentato di un quinto e quello delle banche statunitensi si è ridotto di un quinto. Il numero di uffici di rappresentanza si è ridotto e quello di filiali e sussidiarie, che possono effettuare molti più servizi finanziari, è cresciuto. La maggior parte degli uffici esteri delle banche sono a Londra, nel corso degli anni '80 il più forte incremento di presenza di tali uffici si è registrato a New York.

TABELLA 1

LA RETE BANCARIA INTERNAZIONALE NEL 1960 E NEL 1986

Paese ospitante	Presenza di banche estere nei paesi OCSE		
	1960	1970	1986
Australia	3	3	18 ⁵
Belgio	14 ¹	26	57 ⁴
Canada	0	0	57 ⁴
Francia	33	58	152
Germania	24	77	283 ⁴
Italia	1	4	36
Giappone	34	38	115
Lussemburgo	3	23	110
Paesi Bassi	1	23	42
Svezia	0	0	12
Svizzera	8	97	125
Regno Unito	51 ²	95	293 ²
Stati Uniti	-	79 ³	243

¹ = 1958; ² = 1962; ³ = 1975; ⁴ = fine di giugno 1985; ⁵ = 1988.

Fonte: BRÖCKER, 1989, p. 147.

TABELLA 2

NUMERO DI FILIALI, SUSSIDIARIE E UFFICI DI RAPPRESENTANZA
DI BANCHE ESTERE NEI MAGGIORI CENTRI FINANZIARI

	1980	1989
<i>Banche giapponesi</i>	51	99
Filiali a New York	22	37
Filiali a Londra	22	23
Sussidiarie a New York	0	1
Sussidiarie a Londra	1	8
Uffici di rappresentanza a New York	4	12
Uffici di rappresentanza a Londra	2	18
<i>Banche statunitensi</i>	112	89
Filiali a Tokyo	22	21
Filiali a Londra	41	32
Sussidiarie a Tokyo	0	6
Sussidiarie a Londra	14	13
Uffici di rappresentanza a Tokyo	14	10
Uffici di rappresentanza a Londra	21	7
<i>Banche della CEE</i>	238	286
Filiali a New York	43	69
Filiali a Londra ¹	39	70
Filiali a Tokyo	21	28
Sussidiarie a New York	5	10
Sussidiarie a Londra ¹	8	5
Sussidiarie a Tokyo	0	1
Uffici di rappresentanza a New York	49	33
Uffici di rappresentanza a Londra ¹	35	29
Uffici di rappresentanza Tokyo	38	41
Totale filiali	210	280
Totale sussidiarie	28	44
Totale uffici di rappresentanza	163	150
Uffici a New York	123	162
Uffici a Londra	183	205
Uffici a Tokyo	95	107
Totale affiliate	401	474

¹ escluse banche del Regno Unito.

Fonte: SHIGEHARA, 1991, p. 96.

4.2 *L'utilizzazione di valuta internazionale*

La tabella 3 mostra la composizione delle riserve ufficiali di valuta estera. Nel corso degli anni '80, la valuta più utilizzata dalle autorità come riserva di valore è stata il dollaro. Tuttavia, il suo ruolo si sta gradualmente riducendo. Il marco tedesco e in una certa misura lo yen giapponese hanno visto un incremento della loro importanza come valute di riserva. Merita una particolare attenzione la posizione assunta dall'ECU. L'ammontare delle riserve in ECU delle autorità monetarie appartenenti allo SME è legato al valore delle loro riserve in oro e in dollari. Una volta ogni tre mesi tale valore viene ricalcolato e le riserve in ECU vengono aggiustate di conseguenza. Nel corso degli anni '80 il ruolo dell'ECU come valuta di riserva si è ridotto. La tabella 4 illustra la composizione valutaria dei mercati dei cambi dei maggiori centri finanziari, rilevati nell'aprile del 1989. Più della metà delle transazioni per le attività locali in valuta sono denominate in dollari. Le attività in marchi rappresentano un quinto e quelle in yen il 15% circa della media giornaliera lorda, valutata in 932 miliardi di dollari. In questi mercati, come su quelli del Terzo Mondo, il dollaro lascia in qualche misura il passo al marco e allo yen. La tabella 5 mostra la distribuzione per valute delle operazioni estere delle banche del G-10. Per quel che riguarda le operazioni interne in valuta, alla fine del terzo trimestre del '91 le posizioni predominanti erano quelle del dollaro e dello yen. Nell'ambito delle attività

TABELLA 3

COMPOSIZIONE VALUTARIA DELLE RISERVE UFFICIALI IN VALUTA ESTERA (in percentuale)

	1981	1985	1990
Dollaro USA	58	53	45
Sterlina inglese	2	3	3
Marco tedesco	11	13	17
Franco francese	1	1	2
Franco svizzero	2	2	1
Fiorino olandese	1	1	1
Yen giapponese	4	7	8
ECU	15	11	8
Totale riserve ufficiali in miliardi di SDR	293	348	594

Fonte: IMF, *Annual Report*, 1987, p. 61; *Annual Report*, 1991, p. 81.

TABELLA 4

COMPOSIZIONE VALUTARIA DELL'ATTIVITÀ DEL MERCATO DEI CAMBI
NEL MARZO 1986 E NELL'APRILE 1989: VOLUME D'AFFARI MEDIO NETTO
NEL REGNO UNITO, NEGLI STATI UNITI, IN GIAPPONE E IN CANADA

	Marzo 1986		Aprile 1989	
	Mld. \$	%	Mld. \$	%
Attività in valuta locale				
\$ / locale	72,5	61	134,1	57
DM / locale	20,7	18	47,0	20
Yen / locale	13,9	12	34,1	15
£ R.U. / locale	11,0	9	18,0	8
Totale	118,1	100	233,2	100
Attività dei tre paesi più importanti				
\$ / DM	30,1	34	54,9	26
\$ / Yen	13,0	15	30,0	14
\$ / £ R.U.	2,0	2	5,6	3
Altre	42,8	49	122,2	57
Totale	87,9	100	212,7	100

Fonte: BIS, 1990a, p. 18.

TABELLA 5

COMPOSIZIONE VALUTARIA DELLE ATTIVITÀ INTERNAZIONALI DELLE
BANCHE DICHIARANTI ALLA BRI, VERSO QUALSIASI SETTORE DELL'ECONOMIA
(in percentuale)

Valuta	Dicembre 1987		Dicembre 1991	
	valuta interna	valuta estera	valuta interna	valuta estera
Dollaro USA	39,5	58,4	34,1	52,3
Franco belga	1,1	0,6	1,3	0,6
Marco tedesco	12,7	13,9	13,6	13,2
Franco francese	4,0	1,2	4,5	2,9
Fiorino olandese	2,0	0,8	2,5	1,0
Lira italiana	0,4	0,5	0,5	2,5
Sterlina inglese	6,2	2,2	5,6	3,9
Franco svizzero	6,9	6,6	6,8	4,2
Yen giapponese	24,8	7,0	28,8	6,4
ECU	-	3,7	-	5,3
Altre valute	2,3	5,1	2,4	7,8
Totale (in Mld. \$)	1163	2115	1466	3052

Fonte: BIS, 1992, p. 14.

estere in valuta, più della metà sono denominate in dollari. In questo caso il ruolo dello yen risulta relativamente meno importante. Il marco tedesco rappresenta circa il 13% sia nelle operazioni in valuta domestica che in quelle in valuta estera. La tabella 6 è tratta da Tavlas (1991) e fornisce un quadro della denominazione in valuta delle esportazioni mondiali nel 1990 e nel 1987. Tavlas (1991) mostra che durante il periodo considerato si è verificato un crollo del ruolo del dollaro come unità di conto: la quota delle esportazioni mondiali denominate in dollari si è infatti ridotta del 10%. L'incremento delle quote di esportazioni denominate in marchi e in yen non ha però compensato del tutto tale riduzione. Sembra probabile che sia aumentato l'utilizzo delle valute domestiche come intermediari degli scambi. Dalle tabelle 3-6 si deduce che il dollaro viene utilizzato come valuta internazionale soprattutto nei paesi industrializzati. Tuttavia, la sua importanza si sta gradualmente riducendo, a vantaggio del marco tedesco e, in misura minore, dello yen.

TABELLA 6

DENOMINAZIONE VALUTARIA DELLE ESPORTAZIONI MONDIALI
(percentuale sul totale delle esportazioni)

Valuta	1980	1987
Dollaro USA	34,5	24,8
Marco tedesco	10,2	12,4
Sterlina inglese	5,5	5,0
Franco francese	4,1	5,0
Yen giapponese	2,0	3,5
Lira italiana	1,7	2,6
Totale	58,0	53,3

Fonte: TAVLAS, 1991, p. 26.

4.3 Il commercio internazionale

La tabella 7 fornisce un quadro globale della posizione relativa di ciascun paese del G-10 nell'ambito delle esportazioni. Nel corso degli anni '80 si è assistito a un incremento della quota delle esportazioni dei paesi industrializzati. In quel periodo si è ridotta in special modo la quota delle esportazioni mondiali attribuibile ai paesi OPEC, a causa della riduzione del prezzo del petrolio. Di conseguenza, i paesi del G-10, fatta eccezione per la Francia e per il Regno Unito,

TABELLA 7

PERCENTUALE DELLE ESPORTAZIONI DEI PAESI DEL G-10 SUL TOTALE
DELLE ESPORTAZIONI MONDIALI E SUL TOTALE DELLE ESPORTAZIONI
DEI PAESI INDUSTRIALIZZATI

(in percentuale)

Totale	Esportazioni mondiali		Esportazioni dei paesi industrializzati	
	1980	1990	1980	1990
Germania	10,1	12,4	15,4	16,7
Stati Uniti	11,8	11,9	18,0	16,0
Giappone	6,8	8,7	10,4	11,7
Francia	7,1	6,5	9,3	8,8
Regno Unito	5,8	5,6	8,8	7,5
Italia	4,1	5,1	6,2	6,9
Paesi Bassi	3,9	4,0	5,9	5,4
Canada	3,5	4,0	5,4	5,4
Belgio e Lussemburgo	3,4	3,6	5,2	4,8
Svizzera	1,6	1,9	2,4	2,6
Svezia	1,6	1,7	2,5	2,3
Paesi industrializzati	65,6	74,3	100,0	100,0
Valore delle esportazioni e delle importazioni in miliardi di dollari	1.911	3.310	1.254	2.458

Fonte: IMF, *International Financial Statistics*.

hanno assistito a un incremento della loro quota di esportazioni. Tuttavia, la quota del G-10 sul totale delle esportazioni dei paesi industrializzati ha seguito un sentiero in parte diverso. In questo caso, infatti, solo le quote relative a Giappone, Italia, Germania e Svizzera hanno fatto registrare un incremento: del 12,5, 11,3, 8,4 e 8,3 per cento rispettivamente. Le esportazioni degli Stati Uniti e del Regno Unito come quota delle esportazioni dei paesi industrializzati si sono ridotte notevolmente: dell'11,1% e del 14,8% rispettivamente.

4.4 I mercati finanziari

Consideriamo i mercati azionari, quelli dei titoli e quelli valutari. La tabella 8 mostra i dati fondamentali per descrivere i più importanti mercati dei titoli e azionari. Il volume d'affari dei mercati statunitensi e giapponesi è enorme se paragonato a quello degli altri paesi. È maggiore del doppio del volume d'affari di Londra o Francoforte. Questi ultimi, a loro volta, sono superiori al triplo di quelli degli altri

VOLUME D'AFFARI E CAPITALIZZAZIONE NEL MERCATO DEI TITOLI
E NEL MERCATO AZIONARIO NEL 1990

Mld. di \$	Volume d'affari		Valore di mercato	
	Azioni	Titoli	Azioni	Titoli
Amsterdam	44	56	149	166
Barcellona	5	1	100	60
Basilea	55	-	141	-
Bruxelles	10	7	65	130
Copenhagen	12	341	39	211
Francoforte	554	604	355	-
Ginevra	-	-	160	162
Hong Kong	35	0	83	1
Johannesburg	9	93	137	42
Londra	588	1019	858	576
Lussemburgo	0	1	10	1005
Madrid	38	4	111	56
Milano	45	34	149	-
New York	1325	11	2692	1610
Osaka	266	74	2389	954
Parigi	127	588	304	506
Seoul	75	5	110	-
Singapore	21	1	34	99
Stoccolma	16	181	92	-
Sydney	40	11	107	46
Taiwan	788	0	99	-
Tokyo	1404	394	2822	979
Toronto	55	67	242	2
Vienna	59	41	28	76
Zurigo	400	-	163	159

Fonte: FIBV, *FIBV Statistics*, 1990.

centri europei. Il maggior volume d'affari del mercato dei titoli si registra sul mercato di Londra. Francoforte e Parigi si collocano al secondo posto ma ben distanziate. Nel 1990 la più alta capitalizzazione dei mercati azionari si registrava a Tokyo. Alla fine del 1990, i più alti valori di mercato di titoli e obbligazioni si registravano a New York. In questo caso, al secondo posto si trovano Lussemburgo, Tokyo e Osaka. Un'informazione importante sui dati della Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV), riportati nella tabella 8, è che le operazioni fuori bilancio non sono incluse nelle cifre relative al volume d'affari totale. Inoltre, non esiste una fonte d'informazioni adeguata per valutare l'andamento dei mercati delle azioni e dei titoli attraverso l'analisi del volume d'affari e del valore di mercati

dei titoli stessi. Dai dati forniti da Bröker (1989) si evince che nel corso degli anni '80 il valore di mercato e il volume d'affari relativi ai titoli sono cresciuti specialmente in Lussemburgo ma, pur se in misura minore, anche a Madrid, Milano, Amsterdam e Tokyo. La tabella 9 mostra l'importanza delle istituzioni e delle società estere per gli scambi dei titoli azionari. Il mercato di Londra è quello in cui sono quotate più imprese estere, e anche sui mercati svizzero, di Amsterdam, di Francoforte e Parigi ne vengono quotate numerose. Il più alto valore di mercato del volume degli scambi in azioni estere si

TABELLA 9

IMPRESE E ISTITUZIONI ESTERE QUOTATE NEL MERCATO AZIONARIO NEL 1990

	Compagnie estere quotate				Titoli esteri quotati			
	Numero	Perc. sul totale delle quot.	Volume affari Mld. \$	Perc. sul totale degli scambi	Numero	Perc. sul totale delle quot.	Volume affari Mld. \$	Perc. sul totale degli scambi
Amsterdam	238	48	0,3	1	168	14	0,6	1
Barcellona	2	0	0,0	0	6	1	0,0	0
Basilea	236	61	-	-	942	42	-	-
Bruxelles	159	47	3,0	29	5	4	-	-
Copenaghen	9	3	0,3	3	34	2	16,6	5
Francoforte	234	36	11,7	2	1043	8	31,0	5
Ginevra	249	61	-	-	947	49	-	-
Hong Kong	15	5	0,1	0	7	58	0,0	58
Johannesburg	29	4	1,0	11	-	-	-	-
Londra	613	24	283,5	48	1621	37	50,3	5
Lussemburgo	182	25	0,0	15	7320	99	0,6	93
Madrid	2	0	0,1	0	35	3	0,0	1
Milano	0	0	0	0	19	1	0,1	0
New York	96	5	-	-	203	7	0,0	1
Osaka	0	0	0	0	35	3	0,0	0
Parigi	226	34	4,9	4	210	8	0,6	0
Seoul	0	0	0	0	0	0	0	0
Singapore	22	13	-	-	-	-	-	-
Stoccolma	11	8	0,1	0	6	0	0	0
Sydney	33	3	-	-	0	0	0	0
Taiwan	0	0	0	0	0	0	0	0
Tokyo	125	7	15,0	1	154	11	0,0	0
Toronto	66	6	0,3	1	0	0	0	0
Vienna	52	34	1,6	3	16	1	-	-
Zurigo	240	57	-	-	946	39	-	-

Fonte: FIBV, FIBV Statistics.

registra a Londra, sia in misura assoluta che relativa. Per quel che riguarda i titoli, la maggior parte dei titoli internazionali sono quotati sui mercati di Londra, di Francoforte e svizzero. Il volume degli scambi di tali titoli, però, è pressoché trascurabile in quasi tutti i mercati, poiché la maggior parte degli scambi viene effettuata fuori bilancio. La tabella 10 mostra la dimensione degli scambi valutari. Al primo posto risulta il Regno Unito, seguito dagli Stati Uniti e dal Giappone. A questi tre centri vanno attribuiti il 60% degli scambi lordi e il 58% degli scambi netti (BIS, 1990a). Altri tre centri (Svizzera, Singapore e Hong Kong) considerati insieme spiegano un ulteriore 20% del volume lordo degli scambi valutari. Dunque, a sei centri finanziari può essere attribuita la gran parte degli scambi valutari totali. La Germania e il Lussemburgo sono due centri impor-

TABELLA 10

ATTIVITÀ DEI MERCATI VALUTARI NELL'APRILE 1989:
VOLUME D'AFFARI MEDIO GIORNALIERO
(in percentuale)

Paese	Volume d'affari lordo	
	Mld. di \$	% sul totale
Regno Unito	241	25,9
Stati Uniti	174	18,7
Giappone	145	15,6
Svizzera	68	7,3
Singapore	63	6,8
Hong Kong	60	6,4
Australia	37	4,0
Francia	32	3,4
Canada	18	1,9
Paesi Bassi	16	1,7
Danimarca	15	1,6
Svezia	14	1,5
Belgio	12	1,3
Italia	11	1,2
Spagna	6	0,6
Irlanda	6	0,6
Norvegia	5	0,5
Finlandia	5	0,5
Bahrain	3	0,3
Portogallo	1	0,1
Grecia	1	0,1
Totale	932	100,0

Fonte: BIS, 1990, p. 10.

tanti esclusi dalla rassegna della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI). Tuttavia, sulla base dei diritti e delle obbligazioni di consegna che emergono alla fine di ogni mese dalle rilevazioni delle transazioni in valuta estera, la BRI ritiene di poter affermare che in Germania si effettui un volume medio di scambi pari a 100 miliardi di dollari (BIS, 1990a). Se questa stima è esatta, la Germania si colloca al quarto posto fra i mercati valutari. Dalle tabelle 8-10 si può dedurre che New York, Tokyo e Londra sono i centri finanziari più importanti nel mondo, con Londra al primo posto. Gli altri centri finanziari si collocano ben distanziati, dietro i primi tre.

4.5 L'attività creditizia delle banche internazionali

La tabella 11 fornisce il volume e la composizione per nazionalità delle banche internazionali nei paesi del G-10. Fra il 1985 e la prima metà del 1991 le attività delle banche internazionali sono più che raddoppiate. A metà del 1991 un terzo di tali attività era detenuto dalle banche giapponesi. A metà degli anni '80 tale valore era pari a 1/4. Anche la posizione delle banche statunitensi è da sottolineare, dal momento che durante il periodo considerato la quota di attività delle banche internazionali da loro detenuta si è quasi dimezzata. Allo stesso modo, si riduce la quota delle banche canadesi e del Regno Unito.

TABELLA 11

ATTIVITÀ INTERNAZIONALI DELLE BANCHE PER NAZIONALITÀ DELLA CASA MADRE

Paese d'appartenenza delle banche	1985		1° semestre 1991	
	Mld. di \$	%	Mld. di \$	%
Giappone	707	26	1863	33
Stati Uniti	593	22	688	12
Germania	191	7	526	9
Francia	245	9	484	9
Italia	114	4	301	5
Regno Unito	191	7	245	5
Svizzera	106	4	216	4
Paesi Bassi	72	3	167	3
Belgio e Lussemburgo	60	2	150	3
Svezia	27	1	122	2
Canada	117	4	109	2
Altri	291	11	779	13
Totale	2714	100	5650	100

Fonte: BIS, 1991, p. 19.

La tabella 12 illustra il volume e la composizione dell'attività creditizia delle banche internazionali nel G-10. Anche in questo caso risulta in forte ascesa il ruolo del Giappone. Tuttavia, la percentuale delle banche che operano in Giappone non è predominante sulle altre quanto lo è quella delle banche giapponesi operanti sul mercato internazionale. Per quel che riguarda il Regno Unito e gli Stati Uniti, l'andamento delle percentuali è lo stesso della tabella 11. Nella classifica dei centri di attività delle banche internazionali il Regno Unito è secondo solo al Giappone. Le banche statunitensi invece erano al secondo posto, dopo le giapponesi, nella classifica del volume di attività svolto all'estero. La forte ascesa della posizione relativa delle banche in Svizzera è dovuta principalmente al fatto che le cifre relative alla metà del 1991 includono fondi fiduciari trasferiti in Svizzera attraverso il sistema bancario, mentre tali fondi non sono inclusi nei dati del 1985.

TABELLA 12

VOLUME DEI PRESTITI DELLE BANCHE INTERNAZIONALI SECONDO
IL CENTRO DI LOCALIZZAZIONE DELLE BANCHE

Centro finanziario	1985		1° semestre 1991	
	Mld. di \$	%	Mld. di \$	%
Giappone	338	12	1288	23
Regno Unito	798	29	1246	22
Stati Uniti	402	15	505	9
Francia	223	8	432	8
Svizzera	82	3	386	7
Germania	99	4	322	6
Lussemburgo	128	5	306	5
Belgio	118	4	238	4
Paesi Bassi	79	3	174	3
Italia	68	3	138	2
Svezia	22	1	99	2
Canada	74	3	74	1
Altri	283	10	442	8
Totale	2714	100	5650	100

Fonte: BIS, 1991, p. 23.

La tabella 13 illustra la posizione relativa delle banche estere nei centri finanziari del G-10. Dalle cifre esposte si può dedurre che a metà del 1991 il Lussemburgo, il Regno Unito e la Svizzera erano i centri a dimensione più internazionale. I dati relativi alla Svizzera per il 1985 non includono i fondi fiduciari. Nel periodo considerato si è

accresciuta allo stesso modo la quota delle banche estere nell'attività creditizia delle banche internazionali in Canada, negli Stati Uniti, in Francia e, seppure in misura minore, nel Regno Unito. Tale quota si è ridotta in Giappone, in Lussemburgo, in Italia e in Belgio.

TABELLA 13

POSIZIONE DELLE BANCHE ESTERE NEI
CENTRI FINANZIARI DICHIARANTI ALLA BRI

Centro finanziario	Percentuale dell'attività creditizia internazionale attribuibile alle banche estere	
	1985	1° semestre 1991
Lussemburgo	92,2	85,4
Regno Unito	80,0	84,7
Svizzera	31,7	73,3
Stati Uniti	46,5	58,6
Belgio	63,6	55,9
Francia	29,1	36,1
Paesi Bassi	27,8	27,6
Canada	12,2	21,6
Germania	21,2	18,0
Giappone	10,4	7,8
Italia	10,3	5,1
Svezia	0	2,0
Altri	68,6	52,9
Totale	51,5	47,2
Mld. di \$		
Totale dei crediti bancari	2714	5650
Crediti delle banche estere	1398	2664

Fonte: BIS, 1991, p. 23.

La tabella 14 mostra la distribuzione per nazionalità della posizione netta sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI. Durante il periodo considerato, la posizione di ciascun gruppo di banche nel mercato internazionale si è notevolmente modificata. In particolare, sono aumentate le attività nette delle banche tedesche sulle altre banche. Di conseguenza, la loro posizione netta è quasi triplicata. Nello stesso periodo la posizione netta delle banche giapponesi è praticamente raddoppiata. Le banche statunitensi sono passate da una posizione di creditrici nette a una posizione di debentrici nette molto grave. La posizione debitrice netta delle banche del Regno Unito è peggiorata considerevolmente. Dalle tabelle 11-14 si può dedurre che

TABELLA 15

VALORE DELLE TRANSAZIONI NEI SISTEMI DI TRASFERIMENTO
DI FONDI DI GRANDE ENTITÀ NEI PAESI DEL G-10 NEL 1989
E VOLUME DEGLI SCAMBI NEL SWIFT NEL 1990

Paese	Valore medio giornaliero delle transazioni	Scambi nel SWIFT numero di messaggi	
	Mld. di \$	Mld.	%
Belgio	2	15,3	5
Canada	11	7,6	2
Francia	15	25,6	8
Germania	251	28,4	9
Italia	18	18,2	5
Giappone	607	15,1	5
Lussemburgo	-	6,9	2
Paesi Bassi	25	12,2	4
Svezia	6	6,2	2
Svizzera	73	25,5	8
Regno Unito	157	40,4	12
Stati Uniti	1491	53,9	16
G-10	-	255,3	77
Traffico totale nel SWIFT (in miliardi)	-	332,6	100

Fonte: BIS, 1990b, p. 160; SWIFT, *Annual Report*, 1990, pp. 30-32.

trasferimenti del valore finale all'organo emittente della valuta nazionale. Un sistema di trasferimento di fondi di grande entità generalmente opera su un flusso di pagamenti che si origina in tutti i settori dell'economia, benché alcuni sistemi abbiano come intento principale quello di facilitare i trasferimenti di fondi internazionali. La maggior parte dei pagamenti gestiti da questi sistemi di trasferimento si originano nei mercati finanziari, e possono essere pagamenti diretti o pagamenti per l'acquisto di attività finanziarie (BIS, 1990b). I sistemi di trasferimento di fondi di grande entità a dimensione domestica divengono sempre più interdipendenti a livello internazionale, pur se non esiste un sistema di pagamenti realmente globale, che nella realtà è sostituito da una rete internazionale di istituzioni finanziarie. Attraverso uffici esteri o propri corrispondenti, ciascuna istituzione finanziaria ha accesso diretto o indiretto a quasi tutti i sistemi di pagamento nazionali, per far fronte alle proprie necessità. Inoltre, nei mercati internazionali delle attività sono presenti istituzioni specializzate nelle operazioni di deposito, di compensazione e di regola-

zione, che forniscono servizi di pagamento alle istituzioni finanziarie partecipanti a tali mercati. Per facilitare le transazioni internazionali vengono utilizzati anche servizi elettronici di interscambio di dati (BIS, 1990b). Una serie di reti di comunicazione collega fra loro i vari punti dell'attività internazionale. Tali reti vengono gestite dalle stesse banche, dalle autorità PTT o da imprese specializzate quali la SWIFT. La tabella 15 mostra che i sistemi di trasferimenti di fondi di grande entità statunitensi, Fedwire e CHIPS, sono di gran lunga i più importanti. I sistemi giapponesi considerati nel loro complesso seguono a una certa distanza. A loro volta i sistemi del Regno Unito e della Germania si collocano molto dietro a quelli giapponesi. Il traffico via SWIFT risulta ancor più diffuso.

4.7 *La regolamentazione*

La tabella 16 mostra la percentuale degli argomenti del Codice di Liberalizzazione dei Movimenti di Capitale elaborato dall'OCSE coperta da restrizioni totali o parziali nei paesi del G-10. L'OCSE promuove la liberalizzazione degli scambi internazionali di beni e servizi e la progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitale. Tale obiettivo relativamente ai movimenti di capitale e ai servizi, viene espresso nel Codice di Liberalizzazione delle Operazioni Correnti Intangibili e nel Codice di Liberalizzazione dei Movimenti di Capitale. I codici hanno la funzione di regole vincolanti per i paesi dell'OCSE. Il meccanismo di liberalizzazione dei Codici si applica a tutte le tipologie di movimenti di capitale (incluse le operazioni sui mercati monetari e le attività nuove), ai servizi internazionali, ai servizi di pagamento, quelli bancari e d'investimento, alla gestione delle attività, ai servizi promozionali e di agenzia, e al diritto di costituzione di filiali e agenzie di istituzioni finanziarie estere. Gli aspetti regolatori presi in considerazione nella tabella 16 si riferiscono agli investimenti diretti, ai beni immobili, ai titoli sui mercati dei capitali, ai mercati monetari, agli strumenti negoziabili e alle attività non "cartolarizzate", ai titoli di investimento collettivo, ai crediti direttamente collegati alle transazioni commerciali internazionali o ai servizi internazionali, e ai crediti e prestiti finanziari. La tabella mostra la percentuale di voci del Codice dell'OCSE coperta da restrizioni totali o parziali nei paesi del G-10 nel 1984 e nel 1990. Durante il periodo considerato si è ridotto notevolmente il numero

TABELLA 16

POSIZIONE DEI PAESI DEL G-10 RELATIVAMENTE ALLE OPERAZIONI ALLE VOCI I-IX DELLA LISTA DELL'OCSE SULLA LIBERALIZZAZIONE DEI MOVIMENTI DEI CAPITALI
(percentuale degli aspetti coperti da restrizioni)

	1984		1990	
	Restrizioni totali	Restrizioni parziali	Restrizioni totali	Restrizioni parziali
Belgio	0	10	0	10
Canada ¹	x	x	5	5
Francia	3	27	3	17
Germania	0	0	0	3
Italia	35	5	0	25
Giappone	0	5	0	5
Lussemburgo	0	0	0	0
Paesi Bassi	0	35	0	3
Svezia	20	45	0	20
Svizzera	3	12	0	5
Regno Unito	0	0	3	0
Stati Uniti	0	3	0	3
Media non ponderata	6	13	1	10

¹ Nel 1984 il Canada non aderiva al Codice.

Fonte: OECD, 1990, p. 66.

delle voci coperte da restrizioni totali, e in misura minore il numero delle voci coperte da restrizioni parziali. Le riduzioni relativamente maggiori si sono registrate in Italia, Svezia, Francia, Paesi Bassi e Svizzera. Nel 1990, Italia, Francia e Svezia registravano la più alta percentuale di voci coperte da restrizioni. Nello stesso anno, tale percentuale era molto limitata in Lussemburgo, Germania, Paesi Bassi, Stati Uniti, Regno Unito, Giappone e Svizzera.

4.8 *Il merito di credito*

Un aspetto a cui faremo infine particolare riferimento è il "merito di credito" percepito di un paese, misurato attraverso indagini periodiche dell'*Institutional Investor*. Malgrado non sia un criterio scientifico, la valutazione di un paese può essere considerata un'indicazione dell'opinione degli esperti sulla solvibilità del paese stesso. La classificazione effettuata dall'*Institutional Investor* esposta nella tabella 17 mostra che nel corso degli anni '80 la Svizzera, il Giappone e la Germania erano considerati i paesi più affidabili dal punto di vista

TABELLA 17

MERITO DI CREDITO PERCEPITO DI CIASCUN PAESE: PUNTEGGIO,
CLASSIFICAZIONE E DEVIAZIONE STANDARD; 1981-1991

Paese	Marzo 1981		Marzo 1991		Deviazione standard dei punteggi 1981/91
	punteggio	posizione	punteggio	posizione	
Svizzera	97,0	2	93,2	1	1,1
Giappone	95,2	4	92,6	2	0,9
Germania	96,3	3	90,6	3	1,3
Paesi Bassi	89,6	9	87,8	4	0,9
Francia	90,2	6	87,4	5	3,2
Stati Uniti	98,1	1	87,2	6	3,6
Regno Unito	89,9	8	84,5	7	1,4
Austria	85,9	11	84,3	8	2,6
Canada	92,0	5	83,7	9	2,6
Belgio	84,4	12	79,8	10	3,0
Italia	74,7	18	79,5	11	3,2
Svezia	83,5	13	78,6	12	1,8
Norvegia	89,5	10	78,2	13	4,1
Singapore	78,6	14	77,6	14	1,6
Finlandia	77,5	17	77,2	15	1,7
Taiwan	68,7	29	77,1	16	4,1
Spagna	70,2	26	75,9	17	5,2
Danimarca	73,0	21	72,8	18	1,5
Corea del Sud	55,4	46	68,6	19	5,1
Australia	90,0	7	68,1	20	8,4

Fonte: *Institutional Investor*.

della solvibilità. Durante quel periodo sono peggiorate le posizioni degli Stati Uniti, del Canada e, in particolare, dell'Australia. Sono migliorate, invece, le posizioni di Paesi Bassi, Italia, Spagna e Corea del Sud. Globalmente, gli anni '80 hanno visto un graduale peggioramento dell'affidabilità riconosciuta a quasi tutti i paesi. Se guardiamo alla variazione delle valutazioni misurata dall'errore standard della valutazione dell'affidabilità di ciascun paese, possiamo concludere che nel corso degli anni '80 il Giappone, la Svizzera, i Paesi Bassi, la Germania e il Regno Unito venivano percepiti come i paesi più stabili.

4.9 Conclusione

Il quadro globale della centralizzazione finanziaria internazionale è molto differenziato. Analizzando le caratteristiche principali dei centri finanziari internazionali (la presenza di imprese finanziarie estere, l'uso di valute diverse, il commercio internazionale, i paga-

menti internazionali e la regolamentazione) emerge una struttura della centralizzazione non uniforme. Per quel che riguarda la presenza di imprese finanziarie estere, emerge che Regno Unito, Germania e Stati Uniti ospitano il maggior numero di banche straniere. Fra le città comunemente considerate i centri finanziari più importanti (Londra, New York e Tokyo), è Londra a ospitare il maggior numero di uffici di banche estere. Riguardo alle valute utilizzate negli scambi, il dollaro è ancora la valuta più importante. La posizione relativa della valuta che si trova al secondo posto, il marco tedesco, sta migliorando gradualmente. Quanto al commercio internazionale, la Germania e gli Stati Uniti sono i maggiori esportatori mondiali di beni e servizi. Tuttavia, il ruolo degli Stati Uniti è peggiorato nel corso degli anni '80, in favore del Giappone e in particolare della Germania. Per quel che riguarda i mercati finanziari, il maggior volume d'affari del mercato azionario si registra a Tokyo e a New York. La dimensione del volume d'affari di questi due centri è pari al doppio o al triplo di quello che si registra nei paesi classificati al secondo posto, Taiwan, Londra, Francoforte e Zurigo. A questi sei centri nel 1990 andavano attribuiti i quattro quinti del totale del volume d'affari delle borse dichiaranti al FIBV. I titoli vengono scambiati per la maggior parte a Londra, Francoforte e Parigi. Tokyo si colloca al quarto posto. Il volume di scambi di titoli di New York è relativamente trascurabile. Tuttavia, in questi ultimi due centri una parte importante degli scambi di titoli viene effettuata fuori bilancio, e per tali scambi non sono disponibili dati sistematici (cfr. Smith e Walter, 1990). Il più alto valore di mercato delle compagnie nazionali quotate nelle rispettive borse si registra a Tokyo, New York e Osaka. Il valore nominale più elevato dei titoli e delle obbligazioni quotate in borsa si rileva a Toronto, New York, Lussemburgo, Tokyo e Osaka. Londra è la borsa valori la cui dimensione è maggiormente internazionale. A Londra, New York e Tokyo si svolge la parte più importante del volume degli scambi valutari. Dunque, questi ultimi tre centri hanno guadagnato la loro reputazione specialmente attraverso il volume dei rispettivi mercati finanziari. Relativamente all'attività creditizia delle banche internazionali, il Giappone è il centro finanziario con il ruolo di creditore netto, in una posizione leggermente migliore di quella del Regno Unito. In questo contesto, la posizione degli Stati Uniti è chiaramente peggiorata nel corso dell'ultimo decennio, ma nell'ambito dei trasferimenti dei fondi di grande entità il sistema statunitense è al primo posto. Tuttavia, i dati

relativi a questo aspetto sono piuttosto incompleti e la posizione degli Stati Uniti non può ancora essere confermata. Per quel che riguarda la regolamentazione, emerge che Lussemburgo, Germania, Paesi Bassi, Stati Uniti, Regno Unito, Giappone e Svizzera sono i paesi più flessibili all'interno dell'OCSE. Giappone, Svizzera, Paesi Bassi, Germania e Regno Unito sono considerati i paesi più stabili. La percezione della solvibilità dei diversi paesi sembra riflettere la reputazione dei paesi stessi.

Tutto sommato, il quadro della centralizzazione finanziaria non rivela un mondo strettamente tripolare. Inoltre, differisce in modo significativo la misura in cui ogni centro svolge le varie funzioni di trasformazione finanziaria. La struttura tripolare emerge se ci si concentra sulle emissioni di titoli sui mercati finanziari e sul volume degli scambi. Tuttavia, la letteratura suggerisce più caratteristiche rilevanti per qualificare una città o una nazione come centro finanziario internazionale. Se consideriamo l'effettiva presenza di imprese finanziarie, l'attività creditizia internazionale, i pagamenti e l'impiego di valuta, emergono chiaramente altre configurazioni. Si individuano allo stesso tempo strutture tripolari e bipolari e alcune volte il quadro si presenta multipolare. La struttura della centralizzazione finanziaria si sta modificando. In particolare, è a rischio la posizione dominante di New York, eccezion fatta per il suo mercato mobiliare. Le istituzioni finanziarie giapponesi occupano una posizione di preminenza in molti ambiti. Nonostante ciò, anche gli intermediari finanziari statunitensi, inglesi, tedeschi, svizzeri e francesi rappresentano una parte importante del quadro complessivo.

5. I centri finanziari nella Comunità Europea

Sarebbe interessante stabilire quale sia il centro finanziario internazionale più importante in assoluto, specie per la Comunità Europea, dove è in corso un processo d'integrazione; tuttavia, i dati illustrati sopra per argomentare che la centralizzazione finanziaria non è completa né uniforme non sono sufficienti a fornire una risposta. Per determinare quale sia il centro più importante è necessario un contesto concreto.

Come abbiamo visto sopra (sezione 2), la letteratura fornisce numerose classificazioni dei centri finanziari; tuttavia, i fattori significativi che essa considera sono solo un numero limitato, e non esiste un unico contesto teorico. Ad esempio, Reed (1980) pone alla base della sua classificazione il numero di uffici di banche estere esistenti in un certo paese e il volume di attività e passività estere presenti. Reed (1983) aggiunge a queste due variabili il volume degli scambi in eurovalute. Arndt (1984) considera come fattore distintivo fra centri finanziari il rapporto fra servizi bancari e PIL. Hamilton (1986) vede l'attività creditizia delle banche internazionali come l'elemento più caratteristico nella finanza internazionale, e usa tale variabile per classificare i centri finanziari.

Nel seguito utilizzeremo il modello di Kindleberger (1974), che considera dieci variabili rilevanti per qualificare un certo luogo come centro finanziario internazionale. Kindleberger (1974, p. 63) si chiede: «L'integrazione economica europea e, specialmente, la creazione della Comunità Economica Europea, risulteranno presto o tardi nella centralizzazione geografica del sistema finanziario?». Nel rispondere a questa domanda Kindleberger prende in considerazione 10 "forze" che si ritiene abbiano condotto alla comparsa di centri finanziari: la valuta, la banca centrale, il capitale amministrativo, la tradizione (finanziaria), le economie di scala, la posizione geografica, i trasporti, la presenza di multinazionali, la cultura e la politica. Dopo aver considerato tutti questi fattori, Kindleberger arriva a ipotizzare che Bruxelles diverrà il centro finanziario della CEE. Infatti Bruxelles ospita la sede centrale della Commissione, attira imprese estere, può attrarre banche europee ed extraeuropee, e, infine, tollera l'uso del mezzo di scambio intellettuale mondiale, la lingua inglese. Secondo Kindleberger, per tutti e tre questi aspetti, Bruxelles si distingue fra gli altri centri nella CEE. Kindleberger prevede un processo di centralizzazione lungo e lento: malgrado resistenze culturali e con molte difficoltà, il processo di centralizzazione avrà luogo, ma non prima della fine degli anni '80.

Proviamo a valutare la situazione all'inizio degli anni '90, quasi vent'anni dopo le previsioni di Kindleberger, prendendo in esame le dieci "forze" da lui indicate. I risultati dei centri finanziari nazionali dei 12 paesi membri della CEE vengono presentati nella tabella 18.

PUNTEGGIO RAGGIUNTO DA CIASCUNO DEI DODICI CENTRI FINANZIARI
DEGLI STATI MEMBRI DELLA CEE
RELATIVAMENTE AI 10 CRITERI DI KINDLEBERGER (1974)

Paese/città	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Be - Bruxelles	2	3	1	2	4	2	5	4	2	3	1	4	28
De - Copenhagen	2	3	1	3	3	4	1	3	4	4	2	1	28
Fr - Parigi	2	3	1	3	2	2	5	2	2	2	1	6	24
Ge - Francoforte	1	1	3	2	2	2	4	2	1	1	4	4	19
Gr - Atene	5	4	1	5	5	5	4	5	5	5	1	0	44
Ir - Dublino	2	3	1	2	5	5	3	4	5	3	1	3	33
It - Milano	3	3	3	3	3	3	5	3	3	4	0	0	33
Lx - Lussemburgo	2	3	1	1	3	2	2	3	4	1	3	3	22
Nl - Amsterdam	2	2	3	2	3	2	3	2	3	1	1	5	23
Po - Lisbona	5	4	1	3	5	5	3	5	5	5	1	0	41
Sp - Madrid	4	4	1	4	3	4	4	3	4	4	1	0	35
UK - Londra	4	5	1	3	1	2	4	1	2	1	4	2	24

1 = Posizione della valuta nello SME (UNGERER *et al.*, 1990).

2 = Reputazione della Banca Centrale, politica monetaria e tipo di supervisione (*The Economist*, February 10, 1990).

3 = Capitale amministrativa e centro finanziario coincidenti.

4 = Tradizione, capacità e risparmio (*European Economy*, n. 46, December 1990, pp. 204-205).

5 = Economie di scala (AMSTERDAM STOCK EXCHANGE, *Annual Report*, 1990, p. 70; PAGANO e ROELL, 1990).

6 = Posizione centrale all'interno della CEE.

7 = Qualità del sistema di trasporti (NEWMAN and KENWORTHY, 1989, p. 60; nostre osservazioni).

8 = Multinazionalizzazione del centro finanziario (HOWELLS, 1988; UNCTC, 1988 e 1989; OCSE, 1991, p. 51).

9 = Cultura (GARDENER e MOLYNEUX, 1990, pp. 209-212; OCSE, 1991; BIS, 1992).

10 = Politica del governo (WALTER e SMITH, 1989, p. 123).

11 = Frequenza del punteggio 1.

12 = Frequenza del punteggio 2.

13 = Somma non ponderata dei punteggi ottenuti secondo i criteri 1-10.

5.1 La valuta europea

Kindleberger ritiene che perché si sviluppi un mercato monetario e finanziario efficiente, è necessaria una valuta comune. A suo avviso, se come base per costituire la nuova valuta si usasse una valuta nazionale, si rischierebbe di conferire un vantaggio a un eventuale centro finanziario già legato a tale valuta. È sua opinione, dunque, che il tentativo di creare una valuta completamente nuova serva a non influire sulla scelta finale di un particolare centro come centro finanziario europeo.

In seguito alla costituzione dello SME nel 1978, venne introdotta l'ECU, l'unità valutaria europea. Nei primi anni di vita dello SME nelle istituzioni finanziarie della CEE l'ECU veniva usata principalmente come unità di conto. Inoltre, l'ECU divenne una riserva di

valore, dal momento che il 20% delle riserve in dollari e in oro delle banche centrali della CEE furono depositate nel Fondo Europeo per la Cooperazione Monetaria. Tali depositi vengono rinnovati ogni trimestre corrispondentemente alle variazioni nelle riserve delle banche centrali e nel valore di mercato del dollaro e dell'oro. La limitata volatilità del cambio di questa valuta-paniere rappresenta un'attrattiva per i residenti dei paesi con un tasso d'inflazione elevato che si trovino a dover chiedere un prestito bancario (prenditori) (Girard e Steinherr, 1989); in particolare sono stati denominati in ECU alcuni strumenti finanziari. Il ruolo "privato" dell'ECU come strumento di riserva e come mezzo di pagamento è ancora trascurabile. Una quota gradualmente crescente delle posizioni estere delle banche e delle nuove emissioni dei mercati finanziari risulta denominata in ECU. Per quel che riguarda il ruolo dell'ECU nei mercati privati, si trovano elementi utili in Levich e Sommariva (1987). Il rapporto Delors e la Commissione Europea hanno aperto la strada perché il ruolo dell'ECU divenga importante nell'Unione Economica e Monetaria. Con l'Unione, infatti, le fluttuazioni dei cambi fra le valute europee dovrebbero scomparire, e le valute degli stati membri potrebbero essere sostituite da una valuta unica, l'ECU (cfr. Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1989; Commission of the European Community, 1990). All'interno del mercato dei cambi, il marco tedesco agisce da stabilizzatore (cfr. ad es. Mastropasqua *et al.*, 1988), per l'ampio e perdurante avanzo della bilancia dei pagamenti tedesca nei confronti di tutti gli altri stati membri della CEE e nella reputazione della Bundesbank. Secondo Kindleberger, dunque, un aumento dell'importanza dell'ECU avvantaggerà Francoforte in quanto centro del marco, che è la valuta più forte dello SME (cfr. Ungerer *et al.*, 1990).

5.2 La banca centrale

Kindleberger sostiene che una Banca Centrale Europea è assolutamente necessaria per mettere in atto una politica monetaria comune e per costituire una moneta europea. Egli afferma che se si scegliesse una delle banche centrali dei paesi membri come banca centrale europea, e le altre banche venissero fuse in essa, la sua posizione geografica originaria potrebbe influenzare il mercato e indurlo a scegliere tale posizione come centro finanziario europeo. Secondo

Kindleberger, la storia suggerisce che attraverso il processo di fusione delle banche si elude implicitamente il problema della scelta di un centro finanziario fra gli altri.

In tutti i paesi appartenenti alla CEE la politica monetaria è responsabilità della banca centrale. Tuttavia, il grado d'influenza del Governo sulle decisioni della banca centrale varia di paese in paese. Di conseguenza, varia la reputazione attribuita alle diverse autorità monetarie. Ad esempio, l'influenza del Governo nei paesi dell'Europa meridionale e nel Regno Unito è maggiore che in Germania, Danimarca e Benelux. Dunque, la reputazione e la credibilità delle autorità monetarie di questi ultimi paesi sono molto più rilevanti. Un altro compito della maggior parte delle banche centrali è quello della supervisione. In questo contesto, fra gli stati membri è molto variabile il tipo di regolamentazione dei sistemi finanziari. Frequentemente si guarda alla stabilità dei prezzi come a un metro per valutare il successo della politica di una banca centrale. Sembra, infatti, che l'autonomia della banca centrale sia un fattore cruciale per il raggiungimento di tale stabilità (cfr. Grilli *et al.*, 1991). In realtà, la reputazione di una banca centrale è molto legata alla sua autonomia. La rivista *The Economist*, ad esempio, adotta una classificazione delle banche centrali della CEE basata sulla loro posizione nei confronti del governo e della politica economica. I risultati di tale criterio concordano in larga misura con approcci di carattere più scientifico quali, fra gli altri, quelli di Banaian *et al.* (1986) e Grilli *et al.* (1991), che pervengono a due classificazioni delle banche centrali della CEE solo lievemente differenti fra loro.

Per quel che riguarda la politica monetaria nell'ambito della CEE il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) farà sì che si giunga gradualmente a una politica monetaria comune nell'ultimo stadio dell'UEM. Inoltre, lo stesso SEBC sarà responsabile della definizione di una valuta adeguata e dovrà coordinare la supervisione delle istituzioni finanziarie. Non vi sarà influenza della politica economica sulla politica monetaria decisa dal SEBC (cfr. Commission of the European Communities, 1990). Attualmente si sta tentando di armonizzare le regole di supervisione dei paesi della CEE, in linea con le proposte della BRI relativamente all'adeguatezza patrimoniale e alla supervisione necessaria per i vari tipi di intermediari finanziari (BIS, 1988). Così, è probabile che alla fine del decennio vi sarà un regime monetario più unitario e una struttura di controllo delle istituzioni finanziarie dei paesi della CEE più omogenea, e avrà meno

peso la differenza di reputazione e di credibilità fra le dodici autorità monetarie. Attualmente, le banche centrali dei dodici hanno una reputazione molto diversa, e la Bundesbank è considerata la più autonoma fra le banche centrali: anche da questo punto di vista Francoforte è favorita come centro finanziario.

5.3 *Il capitale amministrativo*

Kindleberger afferma che se il sistema amministrativo della CEE, inclusa la Banca Centrale Europea, fosse collocato in un centro finanziario già esistente, ciò servirebbe molto probabilmente da attrazione per le altre istituzioni finanziarie, e farebbe sì che esse si concentrassero tutte in un singolo centro principale.

Attualmente la capitale amministrativa della CEE è Bruxelles. In tutti i paesi della CEE si stanno costituendo nuove istituzioni finanziarie. È dubbio se Bruxelles rimarrà la capitale amministrativa dell'Europa. Da questo punto di vista è molto rilevante il fatto che non si sia ancora deciso dove collocare la Banca Centrale Europea. Le autorità di quasi tutti i paesi della CEE hanno segnalato almeno una città come candidata ideale. Nei paesi membri, non sempre il centro amministrativo nazionale coincide con il centro finanziario. Ad esempio, in Germania il centro amministrativo è Bonn (insieme a Berlino), mentre il centro finanziario è Francoforte, in Italia sono rispettivamente Roma e Milano e nei Paesi Bassi sono Le Hague e Amsterdam. I centri finanziari di questi tre paesi sono classificati almeno due posizioni più in basso di città che svolgono contemporaneamente la funzione di centri finanziari e amministrativi. Relativamente a quest'aspetto, non vi è un centro finanziario europeo che occupi una posizione di preminenza vera e propria.

5.4 *Tradizione, capacità e risparmio*

Kindleberger non considera la tradizione un elemento molto importante per stabilire la localizzazione di un centro finanziario europeo. Sembra, piuttosto, che egli consideri indipendente l'efficienza del sistema finanziario e che attribuisca un ruolo importante soprattutto al volume di risparmio rilevabile in un centro. Il risparmio è necessario perché gli operatori riescano a dare vita a un mercato

attivo, prestare quando il resto del mercato chiede prestiti e possedere scorte da vendere quando il resto del mercato vuole acquistare.

Sembrerebbe che le argomentazioni di Kindleberger relativamente a questo non siano più valide. La Commissione Europea mira alla liberalizzazione dei mercati dei capitali, all'armonizzazione delle regolamentazioni e alla mutua ricognizione dei sistemi di supervisione e controllo, allo scopo di costituire un mercato dei capitali effettivamente comune (cfr. Commission of the European Communities, 1990). Tuttavia, non tutti gli stati membri hanno già messo in atto le direttive CEE rilevanti in questo contesto (OCSE, 1990), cosicché, di fatto, restano importanti le differenze nel saggio di risparmio. Per la maggior parte degli anni '80, il Lussemburgo, la Germania e i Paesi Bassi sono stati esportatori di capitale. Particolarmente rilevante è la posizione estera del Lussemburgo. Per valutare questo elemento, nella tabella 18 si utilizza la percentuale delle esportazioni di capitale sul PIL. Smith (1990) afferma che i fattori più importanti nella determinazione del livello di risparmio di un paese (fattori demografici e culturali e lo stock di ricchezza esistente) sono difficilmente influenzabili, nel breve periodo, dalle autorità politiche. Dunque, nel contesto della teoria di Christaller-Lösch la tradizione, l'esperienza specifica e il risparmio sono fattori "naturali" nella decisione di localizzazione di un centro finanziario. Secondo questo criterio, al primo posto si colloca il Lussemburgo.

5.5 *Le economie di scala*

Come molti altri, Kindleberger afferma che le funzioni finanziarie che implicano incertezza danno risultati migliori se vengono svolte attraverso relazioni bilaterali dirette; pertanto il raggruppamento delle istituzioni finanziarie può portare alla riduzione del rischio perché consente maggiori scambi di informazioni. Malgrado i costi di comunicazione si stiano gradualmente riducendo, Kindleberger ritiene difficile che tali costi divengano talmente bassi da eliminare tutte le tendenze alla concentrazione. Per alcune nuove attività finanziarie – come i consorzi per la collocazione di nuove emissioni – la vicinanza è meno importante; tuttavia, è auspicabile che i mercati secondari siano concentrati, allo scopo sia di eliminare la necessità di coprire lunghe distanze per reperire informazioni sui

prezzi, sia di mantenere interscambi continui. Kindleberger però individua una forte controtendenza anche nei mercati secondari, nel fatto che i collegamenti garantiti dalla tecnologia informatica riducono la necessità della concentrazione fisica. Non è chiaro comunque quale volume di transazioni sarebbe necessario per recuperare le spese di installazione di un sistema informatico che gestisca il mercato finanziario europeo. Sembra probabile che nel tempo scomparirà la necessità di centralizzazione dei mercati secondari delle attività finanziarie. Secondo Kindleberger restano altre forze centripete significative. In particolare, la necessità di mantenere contatti diretti con responsabili e agenti di altre istituzioni finanziarie, con legali, operatori dei mercati mobiliari, debitori e creditori.

Nell'ambito della CEE, i mercati mobiliari londinesi hanno la maggiore massa di manovra: tali mercati sono contemporaneamente ampi e liquidi. In particolare, il mercato azionario di Londra è gigantesco rispetto agli altri mercati azionari europei, soprattutto relativamente alla capitalizzazione del mercato e al volume di transazioni che riguardano azioni di altri paesi della CEE. Nell'Europa continentale, solo recentemente Francoforte e Parigi hanno cominciato a recuperare terreno nei confronti del volume d'affari del mercato di Londra (cfr. Broker, 1989; Hawawini e Jacquillat, 1990). La liquidità del mercato, i costi di transazione e gli strumenti commerciali sono fattori importanti per lo sviluppo dei mercati secondari delle attività finanziarie (cfr. Pagano e Roell, 1990; Amihud e Mendelson, 1991). Dunque, gli elementi su cui si basa la nostra classificazione dei dodici centri nella tabella 18 sono il volume d'affari nel mercato azionario e la capitalizzazione del mercato stesso. Ne emerge che Londra è il centro finanziario europeo che occupa il primo posto in una classificazione basata sulle economie di scala.

5.6 *La posizione centrale*

Kindleberger afferma che la teoria di Christaller vale probabilmente ai suoi estremi. Dunque, afferma che Copenhagen e Roma non possono candidarsi per il ruolo di centro finanziario della CEE. Ma tale teoria non può contare molto per la scelta, in Europa, fra Londra, Parigi, Francoforte, Bruxelles o Amsterdam. L'ingresso, nel corso degli anni '80, di Grecia, Portogallo e Spagna nella CEE ha avuto come risultato uno spostamento del centro geografico della CEE

stessa verso il Mediterraneo. Probabilmente anche il futuro della composizione geografica della CEE porterà importanti cambiamenti. Con molta probabilità altri paesi europei come l'Austria, la Svezia, la Finlandia, la Norvegia, la Turchia e la Svizzera si candideranno all'ingresso nella comunità. Inoltre, anche paesi dell'ex COMECON, come la Polonia, la Cecoslovacchia e l'Ungheria, desidererebbero far parte della CEE. Allora la Svizzera, ovvero Zurigo, occuperebbe la posizione più centrale in Europa. Tuttavia è dubbio che la centralità della posizione geografica sia un elemento importante. Dal momento che nessun centro finanziario appartenente a uno stato membro della CEE occupa una posizione realmente centrale, nella tabella 18 non appare alcun punteggio massimo in relazione a tale criterio.

Un punto importante sottolineato da Kindleberger è la questione se il centro finanziario europeo debba essere necessariamente situato in Europa. Potrebbe di nuovo trattarsi di New York o Tokyo, con Londra, Parigi, Francoforte, ecc. collegate fra loro attraverso i rispettivi collegamenti con Wall Street o con il distretto Nihonbashi. Tuttavia, le fluttuazioni dei tassi di cambio e le differenze di fuso orario fanno sì che nell'ambito di un processo d'integrazione dei mercati finanziari europei sia più efficiente un centro europeo piuttosto che uno in Nord America o in Asia.

5.7 Il sistema di trasporti

Kindleberger considera il sistema di trasporti un punto importante. Tuttavia, poiché è abbastanza facile adeguare i trasporti alle funzioni che sono chiamati a svolgere, questo non è un elemento realmente distintivo. Tutti i principali centri finanziari europei hanno mezzi di trasporto pubblici e hanno un aeroporto nelle loro immediate vicinanze. Dunque, Kindleberger conclude che dal punto di vista dei trasporti nessuna grande città europea può essere esclusa dalla candidatura a centro finanziario. Tuttavia, la crescente congestione del traffico e il decadimento ambientale implicano che vi siano sempre più differenze nell'uso che può essere effettivamente fatto del sistema di trasporti, nonché nella "qualità" delle stesse città. Ad esempio, Atene e Milano sono diventate famose per l'inquinamento atmosferico nelle loro zone centrali. Nella maggior parte delle città il sistema di trasporti, sia pubblico che privato, è ormai sovraffollato e la congestione è la regola anche nelle ore non di punta. Così, i diversi

centri europei sembrano possedere limiti per quel che riguarda i trasporti urbani. In particolare, è un importante indicatore della qualità dei trasporti il livello di limitazione del traffico nell'area centrale della città. La ragione è che dal momento che tutte le città offrono una pluralità di mezzi di trasporto, pubblici e privati, non vi è altro modo di discriminare fra esse in quanto ad adeguatezza del sistema di trasporti a un centro finanziario europeo. Newman e Kenworthy (1989), nella loro analisi dei sistemi di trasporto in 32 città dei paesi industrializzati, hanno calcolato un indice della limitazione del traffico. Sfortunatamente tale analisi non comprende tutti i centri finanziari domestici della CEE, cosicché dobbiamo basarci soltanto sulla nostra esperienza. Emerge, com'era da aspettarsi, che le limitazioni al traffico nelle zone centrali sono inferiori nelle città relativamente più piccole mentre sono maggiori a Milano, Parigi e Bruxelles. Questo criterio indica Copenhagen come centro più efficiente.

5.8 *La presenza di imprese multinazionali*

Le imprese industriali e finanziarie estere sono più mobili, nel contesto dell'integrazione europea, delle imprese domestiche. Kindleberger sottolinea l'importanza della costituzione delle sedi centrali delle imprese all'interno della CEE. La presenza di stabilimenti produttivi è meno importante di quella di imprese finanziarie (domestiche o estere) che forniscono servizi alle nuove imprese multinazionali. All'interno della CEE, sedi centrali di imprese multinazionali si individuano specialmente a Londra, Francoforte, Bruxelles e Parigi. Tuttavia, il numero di sedi centrali di imprese estere e quello di semplici compagnie estere in un centro è solo una parte del problema. Un altro elemento è l'effettivo coinvolgimento delle imprese estere in un particolare centro. Gli investimenti esteri diretti possono essere considerati una misura rappresentativa di tale coinvolgimento. Nella tabella 18, la nostra classificazione è basata sulla presenza di sedi centrali di imprese estere e sullo stock di investimenti esteri diretti. La quantità relativamente maggiore di entrambi gli elementi si rileva nel Regno Unito. Così, dal punto di vista della multinazionalizzazione, Londra risulta la localizzazione più probabile per un centro finanziario europeo.

5.9 *La cultura*

I fattori culturali specificamente nazionali agiscono da forza centrifuga nel processo di definizione di un certo luogo come centro finanziario europeo. Tuttavia, esistono allo stesso tempo fattori culturali sovranazionali che possono agire da forza centripeta. In primo luogo, secondo Kindleberger, l'evidenza storica lascia prevedere che la definizione di un vero centro finanziario sarà preceduta da acquisizioni, fusioni e dalla creazione di un amalgama. Gli anni precedenti la pubblicazione di Kindleberger del 1974 hanno testimoniato pochi eventi di questo tipo. Tuttavia, gli anni '80 hanno visto una rapida crescita del volume delle acquisizioni e fusioni internazionali (Walter e Smith, 1989 e 1990). A partire dalla metà degli anni '80, nei mercati europei l'attività di fusione e acquisizione da parte delle istituzioni finanziarie ha avuto un grosso balzo in avanti. Ad esempio nel triennio 1985-1988, le fusioni e acquisizioni, i disinvestimenti e i *leveraged buy-out* delle imprese della CEE hanno raggiunto un totale di 170 miliardi di dollari (Walter e Smith, 1989, p. 49). In Europa, il quadro delle fusioni e delle acquisizioni è molto influenzato dalla deregolamentazione consentita dalla CEE, che si ritiene risulti in un aumento della concorrenza. Inoltre, l'industria finanziaria vive un particolare momento di ristrutturazione. Ad esempio, Gardner e Mulyneux (1990, pp. 209-212) individuano sessanta ristrutturazioni effettuate nei mercati europei nel corso degli anni '80. In questo processo sono coinvolte soprattutto banche tedesche, spagnole, francesi e italiane. In secondo luogo, gli euromercati si sono realmente fusi con i mercati monetari e dei capitali domestici dei paesi membri della CEE. Nel corso degli anni '80, le barriere fra i mercati dei capitali europei sono state generalmente rimosse, e i tassi d'interesse dei titoli sui segmenti di mercato domestici e dei titoli comparabili sull'euromercato hanno mostrato una tendenza a convergere (cfr. Ungerer *et al.*, 1990). In Lussemburgo e nel Regno Unito, le attività sull'euromercato vengono scambiate su larga scala. Anche le istituzioni finanziarie tedesche, francesi, belghe e danesi operano ormai su tale mercato. La classificazione corrispondente, nella tabella 18, al criterio 9 deriva dalla somma della posizione relativa occupata dai centri finanziari in relazione alle attività di fusione e acquisizione, con quella relativa al coinvolgimento nell'euromercato. Secondo questo criterio, Francoforte risulta essere il centro finanziario più importante nell'ambito della CEE. Kindleberger avverte che se un

centro europeo risultasse all'apice di una classifica mondiale e l'Europa non dovesse raggiungere l'effettiva integrazione, alcune sezioni del mercato europeo dei capitali potrebbero ugualmente essere collegate a tale centro attraverso connessioni esterne, come parte di un sistema mondiale.

5.10 *La politica*

Secondo Kindleberger la politica del governo può accelerare o rallentare l'emergere di una città come centro finanziario principale, ma probabilmente non è in grado di modificare il risultato finale. Spingere troppo per la centralizzazione potrebbe generare resistenze, mentre tentativi di determinare una decentralizzazione potrebbero essere neutralizzati da forze private. Una certa politica non necessita soltanto di un accordo di governo, essa richiede anche un reale impegno. Ad esempio, sembrano assolutamente necessarie politiche fiscali e un contesto normativo appropriati, investimenti in comunicazioni e sistemi di trasporto e di istruzione. Molte città si sono candidate come localizzazione ideale per la Banca Centrale Europea e come centro finanziario europeo. In ogni stato membro vi è almeno una città che aspira a diventare il centro finanziario della CEE. Si muovono in questa direzione soprattutto Londra, Francoforte, Amsterdam, Parigi e Lussemburgo. Come conseguenza delle direttive CEE sugli scambi di servizi finanziari e la libertà d'ingresso per le istituzioni finanziarie, sembra rimanere ben poco spazio per una differenziazione fra i vari centri finanziari. Tuttavia, le autorità nazionali possono servirsi della politica fiscale per attrarre istituzioni finanziarie e operatori esteri. Da questo punto di vista emergono il Lussemburgo e l'Irlanda ma anche, in misura minore, i Paesi Bassi, la Danimarca e il Regno Unito. Le trattenute di base alla fonte per i non residenti sono relativamente elevate in Belgio, in Grecia, in Italia e in Portogallo. La classificazione corrispondente al criterio 10 nella tabella 18 è basata sulla combinazione della posizione dei diversi centri stabilita dalle autorità nazionali con quella derivante dal criterio del tasso base d'imposizione fiscale sui non residenti. Come per il criterio 3, anche in questo caso più centri potrebbero raggiungere il punteggio massimo. Dunque, questo criterio non consente d'individuare la localizzazione più probabile per il centro finanziario europeo. Nell'ambito della CEE i fattori politici sembrano molto rilevanti nella scelta, non ancora effettuata, della città sede del SEBC.

5.11 *Una visione d'insieme*

La tabella 18 fornisce una visione d'insieme della situazione attuale relativamente ai 10 criteri individuati da Kindleberger (1974): la valuta, la banca centrale, il capitale amministrativo, la tradizione, le economie di scala, la posizione geografica, i trasporti, la presenza di compagnie multinazionali, la cultura e la politica. Tale tabella presenta una classificazione dei dodici centri finanziari domestici dei paesi della CEE relativamente ai dieci criteri. Il punteggio va da 1 a 5. Per valutare i dieci elementi indicati da Kindleberger abbiamo utilizzato variabili indicatrici che li rappresentassero. Dalla tabella 18 emerge che Londra e Francoforte ottengono per quattro volte il punteggio massimo (colonna 11 della tabella 18). Francoforte è stata 4 volte seconda, mentre Londra lo è stata soltanto 2 volte (colonna 12 della tabella). In particolare, Londra risulta peggiore di Francoforte soprattutto per quel che riguarda la politica monetaria. Lussemburgo occupa 3 volte sia la prima che la seconda posizione. Copenhagen ottiene 2 primi posti e un secondo posto. Parigi, Amsterdam, Bruxelles e Dublino raggiungono una sola volta la prima posizione ma si piazzano al secondo posto rispettivamente 6, 5, 4 e 2 volte. Da questa analisi emerge che Francoforte e Londra competono fra loro per il ruolo di centro finanziario della CEE.

Naturalmente non tutte le dieci variabili individuate da Kindleberger rivestono la stessa importanza. Ad esempio, la reputazione della banca centrale, la tradizione, le capacità del sistema finanziario e il livello di risparmio, le (potenziali) economie di scala e la multinazionalizzazione possono essere considerate di maggiore importanza del capitale amministrativo, a parità di capitale finanziario, o della posizione geografica all'interno della CEE. I punteggi dei vari criteri non dovrebbero essere sommati fra loro. Inoltre, appare piuttosto arbitrario anche ponderare i dieci elementi. Cionondimeno, nella colonna 13 della tabella 18 riportiamo a titolo illustrativo il punteggio totale raggiunto da ciascun centro, assegnando a ciascuna variabile lo stesso peso. Francoforte ottiene il punteggio massimo, davanti a Parigi, Amsterdam, Londra e Lussemburgo. Le cifre della colonna 13 sono puramente illustrative e non hanno alcun valore reale poiché si riferiscono a punteggi assegnati su scale di valori non comparabili.

Tutto sommato, non si può ancora rispondere in senso affermativo alla domanda di Kindleberger (1974) se l'integrazione della

CEE risulterà nella centralizzazione del sistema finanziario. All'interno della CEE, Francoforte e Londra sono chiaramente i centri finanziari internazionali più importanti, dal momento che hanno ottenuto i punteggi più alti relativamente alle variabili ritenute rilevanti nella determinazione di un centro finanziario. Parigi, Amsterdam e Lussemburgo seguono a grande distanza questi due centri.

6. Conclusione

I centri finanziari internazionali sono luoghi dai quali una concentrazione d'intermediari finanziari fornisce servizi a clienti interni o esteri. In tali servizi giocano un ruolo importante gli aspetti internazionali e valutari. Inoltre, un centro finanziario internazionale effettua pagamenti internazionali e ha la funzione di portare in equilibrio la domanda e l'offerta mondiali di liquidità. La necessità di facilitare le relazioni bilaterali e le potenziali economie di scala e di scopo sono le forze più importanti alla guida del processo che conduce alla centralizzazione dell'intermediazione finanziaria internazionale. Entrambi i fattori si modificano continuamente. La differenziazione dei prodotti nell'industria finanziaria si basa molto sui rapporti diretti con i clienti. Ciò deriva dal fatto che nella finanza è cruciale l'informazione. La centralizzazione è un mezzo per neutralizzare almeno in parte le asimmetrie informative, dal momento che riduce i costi d'informazione e di controllo. I rendimenti di scala, specialmente quelli esterni all'impresa, rendono la concentrazione una strategia razionale. Il sistema regolativo influenza la struttura dell'attività degli intermediari finanziari e la loro profittabilità. Tuttavia, nella determinazione di un centro finanziario internazionale sono importanti anche variabili come la politica, la tradizione finanziaria e la storia.

La centralizzazione finanziaria internazionale nel mondo reale non è né completa né uniforme. Inoltre essa è un processo dinamico. Le caratteristiche principali dei centri finanziari internazionali sono la presenza d'impresе finanziarie internazionali, l'uso della valuta interna, la qualità e il carattere della regolazione e il volume del commercio internazionale, dei mercati finanziari, della finanza internazionale e dei pagamenti internazionali. Un esame di tali caratteristiche rivela che la conformazione geografica del sistema finanziario

non è strettamente tripolare, come generalmente si assume. L'egemonia di Londra, New York e Tokyo è netta nei mercati finanziari e ciò ha condotto a ritenere che tali centri siano dominanti in tutti i campi. Tuttavia, ciò non è sempre vero. Ad esempio, per quel che riguarda il ruolo della valuta interna, il dollaro è certamente la valuta internazionale più importante. Quanto all'attività creditizia internazionale, predominano il Giappone e il Regno Unito. Quest'ultimo, la Germania e gli USA ospitano il maggior numero di banche estere. I paesi dell'OCSE che posseggono il sistema normativo meno flessibile sono Lussemburgo, Germania, Paesi Bassi, Stati Uniti, Regno Unito, Giappone e Svizzera. Riguardo ai pagamenti internazionali, la carenza di dati impedisce di fornire un quadro completo. All'interno della CEE, Londra e Francoforte devono essere considerati i centri finanziari principali. Non si può ancora rispondere in senso affermativo alla questione sollevata da Kindleberger (1974) relativamente a se la concentrazione geografica del sistema finanziario possa discendere direttamente dall'integrazione economica. Kindleberger aveva previsto che si sarebbe arrivati a tale concentrazione, ma non prima della fine degli anni '80. All'inizio degli anni '90, la centralizzazione del sistema finanziario europeo in un luogo specifico non si è ancora realizzata.

Amsterdam

L.J.R. SCHOLTENS

BIBLIOGRAFIA

- AMIHUD, Y., H. MENDELSON, 1991, "How (not) to integrate the European capital markets", in: A. Giovannini and C. Mayer (eds.), *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge: 73-100.
- ARNDT, H.W., 1984, "Measuring trade in financial services", in this *Review*, No. 149: 197-213.
- BANAIAN, K., L.O. THANEY, T.D. WILLETT, 1986, "Central Bank independence: an international comparison", in: E.F. Toma and M. Toma (eds.), *Central Bankers, Bureaucratic Incentives and Monetary Policy*, Kluwer, Dordrecht/Boston/Lancaster: 199-217.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), 1988, *International convergence of capital measurement and capital standards*, Basle.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), 1990a, *Survey of foreign exchange market activity*, Basle.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), 1990b, *Large-value funds transfer systems in the Group of Ten countries*, Basle.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), 1991, *International banking and financial market developments*, Basle.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), 1992, *International banking and financial market developments*, Basle.
- BONANNO, G., 1987, "Location Choice, Product Proliferation, and Entry Deterrence", *Review of Economic Studies*, Vol. 54: 37-45.
- BOURKE, P., 1989, "Some international aspects of bank stability, deposit insurance and regulation", in: S.J. Khoury, A. Ghosh (eds.), *Recent Developments in International Banking & Finance. Research, Analysis & Strategies*, McGraw-Hill, London: 25-43.
- BOYD, J.H. and E.C. PRESCOTT, 1986, "Financial intermediary-coalitions", *Journal of Economic Theory*, Vol. 38: 211-232.
- BRÖKER, G., 1989, *Competition in Banking*, OECD, Paris.
- BRYANT, R.C., 1987, *International Financial Intermediation*, The Brookings Institution, Washington.
- CAMPAYNE, P., 1990, "An analysis of some determinants of multinational bank performance", *University of Reading Discussion Papers in International Investment and Business Studies*, No. 146.
- CASSON, M., 1990, "Evolution of multinational banks: a theoretical perspective", in: G. Jones (ed.), *Banks as Multinationals*, Routledge, London and New York: 14-29.
- CHANG, Y.S., 1989, "The Economic impact of offshore banking centers on the host countries" in: Y.S. Park and M. Essayyad (eds.), *International Banking and Financial Centers*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht: 143-157.
- CHOI, S.R., A.E. TSCHOEGL, C.M. YU, 1986, "Banks and the world's major financial centers, 1970-1980", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band 122: 48-64.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 1990, "One market, one money: an evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union", *European Economy*, No. 44.

- COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION (CEMU), 1989, *Report on economic and monetary union in the European Community (Report Delors)*, Luxembourg.
- DERMINE, J., 1990, "The specialization of financial institutions: the EC model", *Journal of Common Market Studies*, Vol. 28: 219-233.
- DOHNER, R.S. and H.S. TERRELL, 1991, "The determinants of the growth of multinational banking organizations: 1972-1986", in: G. Fels, G. Sutija (eds.), *Protectionism and International Banking*, Macmillan, Basingstoke and London: 100-143.
- DUFEX, G., 1983, "Banking in the Asian Pacific area", in: R. Moxon, J.F. Truitt, T. Roehl (eds.), *Asia Pacific Dynamics*, JAI Press, Greenwich.
- DUFEX, G. and I. GIDDY, 1978, *The International Money Market*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J.
- DUNNING, J.H., 1989, "Multinational enterprises and the growth of services: some conceptual and theoretical issues", *Service Industries Journal*, Vol. 9: 6-39.
- ESSAYYAD, M., 1989, "The feasibility of establishing an international financial center: the case of anchorage", in: Y.S. Park, M. Essayyad (eds.), *International Banking and Financial Centers*, Kluwer Academic Publishers, Boston/Dordrecht/London: 11-47.
- FAMA, E.F., 1985, "What's different about banks?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15: 29-39.
- FÉDÉRATION INTERNATIONALE DES BOURSES DE VALEUR, *FIBV Statistics 1990*, Paris.
- GARDENER, E.P.M., P. MOLYNEUX, 1990, *Changes in Western European Banking*, Unwin Hyman, London.
- GERTLER, M., 1988, "Financial structure and aggregate economic activity: an overview", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 20: 559-588.
- GIDDY, I.H., 1983, "The theory and industrial organization of international banking", in: R.G. Hawkins, R.M. Levich and C.G. Wihlborg (eds.), *The Internationalization of Financial Markets and National Economic Policy*, Research in International Business and Finance, A Research Annual, Vol. 3, 1983, JAI Press Inc., Greenwich/London: 195-243.
- GIRARD, J., A. STEINHERR, 1989, "In what sense is the ECU a low risk currency?", *EIB Papers*, No. 13: 57-73.
- GOLDBERG, L.G., D. JOHNSON, 1990, "The determinants of US banking activity abroad", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 9: 123-137.
- GOLDBERG, M.A., R. HELSLEY and M.D. LEVI, 1989, "The prerequisites for an international financial center", in: Y.S. Park and M. Essayyad (eds.), *International Banking and Financial Centers*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht: 49-65.
- GRILLI, V., D. MASCIANDARO, G. TABELLINI, 1991, "Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries", *Economic Policy*, Vol. 13: 342-392.
- GROSSE, R., L.G. GOLDBERG, 1991, "Foreign bank activity in the United States: an analysis by country of origin", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 15: 1093-1112.

- HAMILTON, A., 1986, *The Financial Revolution*, Penguin, Harmondsworth, 1986.
- HANNAN, T.H., 1991, "Foundations of the structure-conduct-performance paradigm in banking", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 23: 68-84.
- HAWAWINI, G., B. JACQUILLAT, 1990, "European equity markets: towards 1992 and beyond", in: J. Dermine (ed.), *European Banking in the 1990s*, Basil Blackwell, Oxford: 67-101.
- HEINRITZ, G., 1979, *Zentralität und zentrale Orte*, Teubner, Stuttgart.
- HELLWIG, M., 1991, "Banking, financial intermediation and corporate finance", in: A. Giovannini and C. Mayer (eds.), *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge: 35-63.
- HELPMAN, E., P.R. KRUGMAN, 1985, *Market Structure and Foreign Trade*, Harvester Press, Brighton.
- HOWELLS, J., 1988, *Economic, Technological and Locational Trends in European Services*, Avebury, Aldershot.
- JOHNS, R.A., 1983, *Tax Havens and Offshore Finance: A Study of Transnational Economic Development*, St. Martin's Press, New York.
- JOHNSON, H.G., 1976, "Panama as a regional financial center: a preliminary analysis of development contribution", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 24: 261-286.
- KHOURY, S.J., 1989, "The international financial centers: developing the competitive edge", in: Y.S. Park and M. Essayyad (eds.), *International Banking and Financial Centers*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht: 67-82.
- KINDLEBERGER, C.P., 1974, "The formation of financial centers: a study in comparative economic history", *Princeton Studies in International Finance*, No. 36, Princeton, N.J.
- KINDLEBERGER, C.P., 1983, "International banks as leaders or followers of international business", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 7: 583-595.
- KINDLEBERGER, C.P., 1984, *A Financial History of Western Europe*, George Allen & Unwin, London.
- KRUGMAN, P.R., 1983, "The 'New Theories' of international trade and the multinational enterprise", in: C.P. Kindleberger, D.B. Audretsch (eds.), *The Multinational Corporation in the 1980s*, MIT Press, Cambridge, Mass: 57-73.
- LEVICH, R.M., A. SOMMARIVA, 1987, *The ECU Market: Current Developments and Future Prospects of the European Currency Unit*, Lexington Books, Lexington, Mass.
- LEWIS, M.K. and K.T. DAVIS, 1987, *Domestic & International Banking*, Philip Allan, Oxford.
- LÖSCH, A., 1944, *Die räumliche Ordnung der Wirtschaft*, Gustav Fischer, Jena, 2nd edition; W.H. Woglom (tr.), 1954, *The Economics of Location*, Yale University Press, New Haven and London.
- MANKIW, N.G., 1986, "The allocation of credit and financial collapse", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101: 455-470.

- MASTROPASQUA, C., S. MICOSSI, R. RINALDI, 1988, "Interventions, sterilisation and monetary policy in European Monetary System countries, 1979-87", in: F. Giavazzi, S. Micossi, M. Miller (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press, Cambridge: 252-287.
- MCCARTHY, I., 1979, *Hosting Offshore Banks: Benefits and Costs, Finance and Development*, Vol. 16, December: 45-48.
- MCRAE, H., F. CAIRNCROSS, 1973, *London as a Financial Centre*, Magnum Books, London.
- NADLER, M., S. HELLER, S. SHIPMAN, 1955, *The Money Market and Its Institutions*, Ronald Press Company, New York.
- NEAVE, E.H., 1991, *The Economic Organisation of a Financial System*, Routledge, London and New York.
- NEWMAN, P., J. KENWORTHY, 1989, *Cities and Automobile Dependence*, Gower, Aldershot.
- O'BRIEN, R., 1992, *Global Financial Integration: the End of Geography*, Pinter, London.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), 1990, *Liberalisation of Capital Movements and Financial Services in the OECD Area*, OECD, Paris.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), 1991, *Economic Outlook*, No. 50, OECD, Paris.
- PAGANO, M. and A. ROELL, 1990, "Trading systems in European stock exchanges: current performance and policy options", *Economic Policy*, Vol. 10: 65-116.
- PARK, Y.S., 1982, "The economics of offshore financial centers", *Columbia Journal of World Business*, Vol. 17: 31-35.
- PARK, Y.S., 1989a, "Introduction to international financial centers: their origins and recent developments", in: Y.S. Park and M. Essayyad (eds.), *International Banking and Financial Centers*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht: 3-9.
- PARK, Y.S., 1989b, "Recent functional changes in international finance and their implications for international financial centers", in: Y.S. Park and M. Essayyad (eds.), *International Banking and Financial Centers*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht: 235-246.
- PRINGLE, J.J., 1974, "The capital decision in commercial banks", *Journal of Finance*, Vol. 29: 779-795.
- RAUCH, J.E., 1991, "Productivity gains from geographic concentration of human capital: evidence from the cities", *NBER Working Papers*, No. 3905, Cambridge, Mass.
- REED, H.C., 1980, "The ascent of Tokyo as an international financial center", *Journal of International Business Studies*, Vol. 11: 19-35.
- REED, H.C., 1981, *The Preeminence of International Financial Centers*, Praeger, New York.
- REED, H.C., 1983, "Appraising corporate investment policy: a financial center theory of foreign direct investment", in: C.P. Kindleberger, D.B. Audretsch (eds.), *The Multinational Corporation in the 1980s*, MIT Press, Cambridge, Mass.: 219-244.
- REED, H.C., 1989, "Financial center hegemony, interest rates, and the global political economy", in: Y.S. Park and M. Essayyad (eds.), *International Banking and Financial Centers*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht: 247-268.

- REVELL, J.R.S., 1986, "Implications of information technology for financial institutions", in: D.E. Fair (ed.), *Shifting Frontiers in Financial Markets*, Martinus Nijhoff, Dordrecht/Boston/Lancaster: 241-255.
- ROBBINS, S.M., N.E. TERLECKYJ, 1960, *Money Metropolis. A Locational Study of Financial Activities in the New York Region*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- SHAFFER, S., 1985, "Competition, economies of scale, and diversity of firm sizes", *Applied Economics*, Vol. 17: 467-476.
- SHIGEHARA, K., 1991, "External dimension of Europe 1992: its effects on the relationship between Europe, the United States and Japan", *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, Vol. 9: 87-102.
- SMITH, R.C., and I. WALTER, 1990, *Global Financial Services*, Harper Business, New York.
- SMITH, R.S., 1990, "Factors affecting saving, policy tools, and tax reform", *IMF Staff Papers*, Vol. 37: 1-70.
- SOCIETY FOR WORLDWIDE INTERBANK FINANCIAL TELECOMMUNICATION, *Annual Report 1990*, Brussels.
- STIGLITZ, J.E., 1991, "Government, financial markets, and economic development", *NBER Working Paper*, No. 3669.
- SWOBODA, A.K., 1990, "Swiss banking after 1992", in: J. Dermine (ed.), *European Banking in the 1990s*, Basil Blackwell, Oxford: 335-353.
- TAVLAS, G.S., 1991, "On the international use of currencies: the case of the Deutsche Mark", *Essays in International Finance*, No. 181, Princeton, N.J.
- TERRELL, H.S., R.S. DOHNER and B.R. LOWREY, 1989, "The US and UK activities of Japanese banks: 1980-1988", *International Finance Discussion Papers*, No. 361.
- THRIFT, N., A. LEYSHON, 1988, "'The gambling propensity': banks, developing country debt exposures and the new international financial system", *Geoforum*, Vol. 19: 55-69.
- TOWEY, R.E., 1974, "Money creation and the theory of the banking firm", *Journal of Finance*, Vol. 29: 57-72.
- TSCHOEGL, A.E., 1989, "The benefits and costs of hosting financial centers", in: Y.S. Park, M. Essayad (eds.), *International Banking and Financial Centers*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht: 175-187.
- UNITED NATIONS COMMISSION ON TRANSNATIONAL CORPORATIONS (UNCTC), 1988, *Transnational Corporations in World Development*, UN, New York.
- UNITED NATIONS COMMISSION ON TRANSNATIONAL CORPORATIONS (UNCTC), 1989, *Foreign Direct Investment and Transnational Corporations in Services*, UN, New York.
- UNGERER, H., J.J. HAUVONEN, A. LOPEZ-CLAROS, T. MAYER, 1990, "The European Monetary System: developments and prospects", *IMF Occasional Paper*, No. 73, IMF, Washington, D.C.
- WALTER, I., R.C. SMITH, 1989, *Investment Banking in Europe*, Basil Blackwell, Oxford.
- WALTER, I., R.C. SMITH, 1990, "European investment banking: structure, transactions flow and regulation", in: J. Dermine (ed.), *European Banking in the 1990s*, Basil Blackwell, Oxford: 105-147.
- WILLIAMSON, S.D., 1987, "Costly monitoring, loan contracts, and equilibrium credit rationing", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101: 135-145.